

Quaderni
DB

**ORIENTAMENTI NOTARILI
COMMENTATI IN MATERIA
DI DIRITTO SOCIETARIO**

A cura di
ANDREA SACCO GINEVRI



1
LUGLIO
20
19

SOMMARIO

<i>PREFAZIONE</i>	
di ANDREA SACCO GINEVRI.....	4
 <i>LIQUIDAZIONE DEL SOCIO RECEDUTO NELLE SOCIETÀ DI PERSONE, CONTESTUALE AUMENTO DI CAPITALE ED ARTICOLO 2306 COD. CIV.</i>	
<i>Commento all’Orientamento numero 65 del 2018 dell’Osservatorio Società del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato</i>	
di LORENZO LOCCI.....	5
<i>L’Orientamento</i>	
La Massima	5
La Motivazione.....	5
<i>Il Commento</i>	
1. Premessa.....	9
2. Brevi cenni in merito alla funzione del capitale sociale nelle società di persone	9
3. La riduzione del capitale sociale quale conseguenza dell’esercizio del diritto di recesso da parte del socio	11
4. L’ambito di applicazione dell’art. 2306 cod. civ.	14
5. La massima n. 65/2018.....	16
 <i>LE PARTECIPAZIONI SOCIALI A TEMPO</i>	
<i>Commento all’Orientamento numero 66 del 2018 dell’Osservatorio Società del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato</i>	
di FRANCESCO PEZONE	18
<i>L’Orientamento</i>	
La Massima	18
La Motivazione.....	18
<i>Il Commento</i>	
1. <i>Introduzione ed elementi salienti</i>	24
2. <i>Considerazioni e conclusioni</i>	27
 <i>AZIONI RISCATTANDE, PREZZO DI VENDITA E PATTO LEONINO</i>	
<i>Commento all’Orientamento numero 67 del 2018 dell’Osservatorio Società del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato</i>	
di ANNALISA ZORZUT	29
<i>L’Orientamento</i>	
La Massima	29
La Motivazione.....	29
<i>Il Commento</i>	
1. <i>Introduzione</i>	36
1.1 <i>Il prezzo di vendita e il divieto di patto leonino nella disciplina delle azioni riscattande</i>	39
2. <i>Ricognizione dottrina</i>	40
3. <i>Considerazioni e conclusioni</i>	42
 <i>DIRITTO DI PRELAZIONE NELLE SOCIETÀ A PARTECIPAZIONE PUBBLICA</i>	
<i>Commento all’Orientamento numero 67 del 2018 dell’Osservatorio Società del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato</i>	
di EDOARDO MANNI.....	43
<i>L’Orientamento</i>	
La Massima	43
La Motivazione.....	43
<i>Il Commento</i>	
1. <i>Introduzione</i>	46
2. <i>Il contesto normativo di riferimento</i>	47
3. <i>La clausola di salvaguardia della prelazione: dottrina</i>	49
4. <i>La clausola di salvaguardia della prelazione: giurisprudenza</i>	50

5. L'orientamento del Consiglio Notarile di Firenze.....	51
6. Considerazioni conclusive.....	53

STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI E DISCIPLINA STATUTARIA DELLA INCIDENZA DELLE PERDITE

<i>Commento all'Orientamento numero 69 del 2018 dell'Osservatorio Società del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato</i>	
di GIOVANNI FUMAROLA	54
<i>L'Orientamento</i>	
La Massima	54
La Motivazione.....	55
<i>Il Commento</i>	
1. Introduzione.....	64
1.1 Ambito oggettivo della massima	65
1.2. Sintesi delle questioni trattate.....	69
2. Ordine nell'erosione dalle perdite della riserva d'emissione strumenti finanziari partecipativi.: la tensione fra la teorica degli strati del netto e il vincolo tipologico della sopportazione delle perdite da parte degli azionisti	69
3. Un unicum giurisprudenziale: la conversione pericolosa degli s.f.p. da parte di IMI Fondi Chiusi SGR S.p.A. e la tensione fra la tesi dell'erosione pari passu col capitale (o del capitale finanziario) e quella dell'erosione antergata al capitale	76
4. Erosione per perdite della riserva d'emissione strumenti finanziari partecipativi ed esercizio dei diritti da parte degli strumentisti: la tesi dell'autonomia del profilo societario da quelli contabile e sua critica.....	77
5. Erosione per perdite della riserva d'emissione strumenti finanziari partecipativi e loro convertibilità in azioni postergate nella partecipazione alle perdite. La conversione incrementale e quella diluitiva.....	83
6. Appendice (estratti di regolamenti s.f.p significativi)	88
6.1. <i>EEMS Italia S.p.A.</i> - Regolamento degli strumenti finanziari partecipativi denominati "strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni ordinarie"	88
6.2. <i>Stefanel S.p.A.</i> - Regolamento degli strumenti finanziari partecipativi di Stefanel	91
6.3. <i>Airport Handling S.p.A. (ex SEA Handling S.p.A.)</i> - Regolamento degli strumenti finanziari partecipativi.....	93
6.4. <i>Guala Closures S.p.A.</i> - Regolamento degli strumenti finanziari partecipativi	95

L'ORGANO ASSEMBLEARE NELLA PROCEDURA DI AMMINISTRAZIONE STRAORDINARIA

<i>Commento all'Orientamento numero 70 del 2018 dell'Osservatorio Società del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato</i>	
di GIOVANNI FUMAROLA	99
<i>L'Orientamento</i>	
La Massima	99
La Motivazione.....	99
<i>Il Commento</i>	
1. Introduzione.....	104
2. Critica al riferimento alla "cessazione delle funzioni"	105
2.1. L'interpretazione letterale.....	106
2.2. Il rinvio al concordato	107
2.3. La speciale disciplina bancaria	109
2.4. Due unica giurisprudenziali: la scissione della Dirpa e la fusione della Sèleco	110
3. Materie oggetto di competenza.....	111
4. Finalità pratiche della competenza. Distinzione dai casi tipizzati di deliberazioni consultive fondati sul prototipo della società diffusa	112
5. Definizione della fattispecie e inquadramento sistematico.....	113
5.1. Il sistema delle impugnazioni	116
5.2. Gli effetti della non osservanza del consulto	117

**ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI
IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO**

**CANONI INTERPRETATIVI DEGLI STATUTI SOCIETARI E PREVISIONI STATUTARIE AL
RIGUARDO**

*Commento all'Orientamento numero 71 del 2018 dell'Osservatorio Società del Consiglio notarile dei
distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato*

di MATTEO BERTI 118

L'Orientamento

La Massima 118

La Motivazione..... 118

Il Commento

1. Introduzione..... 119

2. L'origine del problema: i criteri ermeneutici per l'interpretazione degli statuti..... 123

3. Le clausole c.d. di interpretazione autentica: l'interpretazione dei contratti 124

4. Segue: le clausole di interpretazione autentica in ambito statutario 125

5. Considerazioni e conclusioni..... 127

AZIONI REDIMIBILI

Commento all'Orientamento numero 5 del 2016 della Commissione del Consiglio notarile di Roma

di EDOARDO COSSU 129

L'Orientamento

La Massima 129

La Motivazione..... 129

Il Commento

1. Introduzione..... 130

2. Le azioni redimibili nel contesto notarile 132

3. Azioni riscattande e patto leonino: alcune considerazioni..... 133

4. Conclusioni..... 134

PREFAZIONE

ANDREA SACCO GINEVRI*

L'idea di raccogliere in un apposito quaderno il commento di giovani studiosi ad alcune massime notarili in materia societaria è nata da una felice intuizione dei Direttori di Diritto Bancario e mira ad incentivare l'approfondimento su argomenti di interesse e attualità per gli operatori del settore.

Le massime notarili hanno assunto una notevole capacità di orientamento dell'attività interpretativa e della prassi applicativa nel contesto delle operazioni societarie. Esse guidano teorici e pratici nella ricerca di soluzioni efficienti e rispettose dell'ordinamento e, sempre più spesso, contribuiscono a disegnare percorsi volti a favorire le esigenze dell'impresa salvaguardando, al contempo, gli interessi protetti dalle norme di diritto societario.

Le motivazioni che accompagnano i principi di diritto elaborati dalle commissioni notarili consentono all'operatore di comprendere la *ratio* sottesa alla singola massima e lo stato dell'arte del dibattito dottrinale e giurisprudenziale sull'argomento oggetto di analisi.

Sono state pertanto selezionate alcune fra le massime più recenti e rilevanti per il giuscommerzialista, sottoponendole all'annotazione degli autori del presente quaderno. Al pari di quanto tradizionalmente avviene per le pronunzie giurisprudenziali, anche il presente quaderno si basa sullo schema redazionale tripartito in "massima, motivazione, annotazione".

Ne deriva una raccolta in cui il lettore ha la possibilità di confrontarsi con tematiche tecniche e complesse beneficiando di un supporto aggiornato che possa coadiuvarlo nell'analisi dei principi di diritto elaborati dalle commissioni notarili.

* *Professore ordinario di diritto dell'economia, Università Telematica Internazionale UNINETTUNO di Roma*

*Commento all'Orientamento numero 65 del 2018 dell'Osservatorio Società
del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato*

LIQUIDAZIONE DEL SOCIO RECEDUTO NELLE SOCIETÀ DI PERSONE, CONTESTUALE AUMENTO DI CAPITALE ED ARTICOLO 2306 COD. CIV.

LORENZO LOCCI

L'ORIENTAMENTO

La Massima

Nel caso di recesso da una società di persone, la liquidazione di quanto dovuto al socio receduto da parte della società può essere sostenuta con disponibilità preesistenti nel patrimonio sociale ovvero conferite appositamente dagli altri soci. Nel caso tali conferimenti vengano operati al patrimonio della società, nessuna modifica della misura nominale del capitale sarà determinata dalla liquidazione del socio receduto. L'eventuale riduzione del capitale (soggetta all'art. 2306 cod. civ.) sarà allora connessa al solo scioglimento del rapporto sociale del socio receduto quando non vi sia accordo degli altri soci volto ad accrescere a loro favore la quota di capitale del socio receduto. Nel caso invece tali conferimenti vengano operati dai soci a fronte di un aumento nominale del capitale sociale, strumentale alla liquidazione, la contestuale connessa riduzione della misura di esso finalizzata alla soddisfazione del socio receduto è sottratta al diritto di opposizione di cui all'art. 2306 cod. civ. in quanto tale riduzione non varia la misura del capitale sociale ante-recesso e non determina alcun pregiudizio dei creditori.

La Motivazione

La massima si attaglia in linea di principio a tutte le società di persone ma nel caso si tratti di società semplice nella quale non viene indicata la misura del capitale sociale nominale - come è possibile, non essendo questo un elemento essenziale dell'atto costitutivo del tipo sociale - le indicazioni della massima possono essere applicate solo in quanto compatibili.

Si ricorda che, tra le varie modalità consentite, la liquidazione del socio receduto dalla società di persone può avvenire utilizzando risorse della società senza ridurre il capitale sociale, se viene concordato dagli altri soci l'accrescimento della partecipazione nominale del socio receduto a loro favore.

L'affermazione è coerente con la precedente massima di questo Osservatorio n. 29/2012 in quanto presuppone che vi sia un accordo negoziale da parte dei soci superstiti tale da non determinare una riduzione nominale del capitale in danno dei creditori sociali a seguito dello scioglimento del rapporto sociale rispetto al singolo socio.

Si rammenta infatti che la massima citata, alla quale si rinvia anche per i riferimenti dottrinali e giurisprudenziali, parte dalla considerazione che la funzione prevalente del capitale sociale nelle società di persone deve rinvenirsi nella determinazione della misura della partecipazione dei soci e dunque serve essenzialmente a fissare il peso organizzativo del singolo socio rispetto alla società (c.d. funzione organizzativa del capitale). Da questa premessa discende che lo scioglimento del rapporto sociale rispetto ad un socio richiede necessariamente la sua formalizzazione attraverso una riduzione del capitale sociale, in misura analoga a quando un nuovo socio entra a far parte della compagine, in modo da ufficializzare la variazione del peso organizzativo che si è determinato all'interno della società.

La riduzione del capitale è invece esclusa quando esista un diverso accordo tra i soci superstiti che convengono l'accrescimento della partecipazione del socio receduto tra loro: in tal caso nessuna variazione del capitale in diminuzione verrà a determinarsi, residuando in capo al receduto il diritto alla liquidazione.

L'oggetto di questo orientamento è allora costituito dal momento liquidativo del socio receduto, partendo appunto dal presupposto: i) che il recesso sia legittimamente esercitato, che ii) vi sia un accordo tra i soci superstiti per accrescere tra loro la quota appartenente al socio receduto e iii) la liquidazione a seguito del recesso avvenga con mezzi propri della società.

Le risorse patrimoniali con cui, in questa fattispecie, la società farà materialmente fronte alla liquidazione possono preesistere o essere fornite da parte degli altri soci – dopo l'efficacia del recesso e prima della liquidazione – con un'operazione di apporto strumentale: i) al patrimonio oppure ii) al capitale della società.

Non è indifferente che l'apporto in società venga operato dai soci a capitale e non a patrimonio, per i riflessi che ciò esplica anche in ordine a eventuali future cessioni delle partecipazioni sociali. Le somme versate a fronte dell'aumento del capitale concorrono infatti ad incrementare il valore di carico della quota di ciascun socio sottoscrittore.

Nel primo caso (conferimento a patrimonio e riduzione di questo a favore del receduto) la liquidazione del socio receduto opera sul piano esclusivamente patrimoniale della società e dunque nessun impatto si verifica rispetto alla misura nominale del capitale. Coerentemente nessuna rilevanza esplica in tale ipotesi il disposto dell'art. 2306 cod. civ. che è limitato alla riduzione nominale del capitale e non del patrimonio.

Nel secondo caso, l'operazione si dovrebbe articolare come segue:

- 1. recesso efficacemente esercitato dal socio;*
- 2. determinazione dell'importo da liquidare accettata dal socio e dalla società;*

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

3. apporto delle disponibilità patrimoniali mediante aumento “strumentale” del capitale sociale eseguito dagli altri soci dell'importo necessario alla liquidazione, immediatamente sottoscritto;

4. contestuale riduzione del capitale alla misura pre-aumento finalizzata alla liquidazione del socio receduto.

La contestualità delle operazioni di aumento-riduzione del capitale in cui si articola il procedimento in esame appare consentire lecita anche una sequenza inversa, procedendo cioè in prima battuta alla riduzione del capitale e poi alla sua contestuale ricostituzione. Ma il primo ordine di deliberazioni sembra preferibile per la considerazione che, seguendo tale cronologia, il capitale sociale non viene mai a trovarsi, neppure per un istante logico, al di sotto della misura ante-recesso.

Neppure questa seconda ipotesi, che pure include una riduzione del capitale nominale (e non solo del patrimonio), si ritiene debba soggiacere alla norma dell'art. 2306 cod. civ. non ricorrendone i presupposti sostanziali operativi.

Si ricorda che tale norma viene ritenuta applicabile ai soli casi di riduzione reale del capitale, ossia quando vi sia restituzione del conferimento o liberazione dall'obbligo di eseguirlo perché ciò determina un effettivo impoverimento della garanzia dei creditori sociali. Mentre si ritiene che ciò non valga per le altre ipotesi di riduzione “nominale” del capitale, quale tipicamente la riduzione per perdite. Tale ultima operazione è ritenuta lecita anche nelle società di persone ancorché non obbligatoria, come invece nelle società di capitali.

La spiegazione è nel fatto che una simile riduzione non determina di per sé nessun effettivo depauperamento del patrimonio sociale essendo essa un mero adeguamento del dato nominale ad una situazione di impoverimento pregressa (e non conseguente).

Analizzando nel dettaglio la fattispecie, sembra di potersi affermare che il meccanismo esaminato – da valutare unitariamente ancorché articolato in più fasi – sia anch'esso tale da non determinare alcuna variazione effettiva della misura del capitale che, al termine della sequenza necessitata aumento-riduzione, è destinato a rimanere invariato. Nessun pregiudizio discende dalla fase finale del procedimento (riduzione) che risulta compensata dalla fase iniziale (aumento strumentale). I creditori sociali mantengono inalterata la loro garanzia patrimoniale, rappresentata dal capitale sociale fissato al momento del prodursi degli effetti del recesso. E ciò, come detto sopra, anche nel caso di inversione cronologica delle deliberazioni, stante la loro contestualità ed interdipendenza.

Né appare giustificato assoggettare le somme conferite dai soci con lo scopo precipuo di apportare alla società le disponibilità patrimoniali necessarie a liquidare il socio receduto, allo stesso regime cui sono sottoposti i conferimenti a capitale tout court, destinati invece tipicamente a mettere in condizione la società di perseguire il suo oggetto sociale.

In altri termini, queste poste patrimoniali divengono sì di titolarità della società ma sono finalizzate esclusivamente alla liquidazione del receduto, non potendo essere destinate ad altre finalità. La situazione pare analoga al caso dei versamenti in conto futuro

aumento di capitale, laddove la specifica destinazione delle somme riverbera effetti rilevanti sul regime giuridico di quanto così acquisito dalla società che non può disporre altro che nel senso voluto dai soci pur essendo apporti che vengono a far parte del patrimonio netto della società.

Si ritiene non vi siano ragioni valide per negare ai soci la possibilità di evitare di dover soggiacere al disposto dell'art. 2306 cod. civ. con obbligo di attendere il decorso del termine per l'opposizione ricorrendo al procedimento illustrato, che appare pienamente rispettoso dei diritti dei creditori sociali. Questi ultimi non subiscono alcun pregiudizio sia perché la disponibilità per la liquidazione del socio receduto viene apportata ex novo al patrimonio della società dagli altri soci con apposito conferimento a ciò finalizzato, escludendo in radice qualsiasi impoverimento della società ed in particolare del suo capitale preesistente; sia perché la liquidazione del socio receduto in tal modo viene ad essere attuata nel pieno rispetto delle norme che regolano la distribuzione degli utili ai soci.

La situazione, esaminata dal punto di vista dei creditori, appare in tutto e per tutto analoga al caso in cui la liquidazione del receduto venga operata attraverso l'acquisto della partecipazione da parte degli altri soci e dunque senza ricorrere ai mezzi patrimoniali della società, ipotesi che pacificamente è sottratta all'applicazione dell'art. 2306 cod. civ. in quanto non incidente sul capitale. La differenza sta solo nello strumento prescelto, che prevede un incremento patrimoniale della società a titolo di aumento capitale destinato a soddisfare l'impoverimento patrimoniale legato alla liquidazione del credito del receduto. In altre parole, il ricorso ai mezzi patrimoniali della società avviene nella fattispecie in esame con riferimento a risorse aggiuntive appositamente fornite dai soci ex novo, senza intaccare quelle preesistenti e senza dunque ingenerare la necessità di attivare meccanismi di tutela di interessi di coloro che proprio su tale pregressa dotazione patrimoniale facevano esclusivo affidamento.

Ragionando in termini non formalistici, dunque, la sequenza ipotizzata di aumento strumentale alla liquidazione con contestuale riduzione del capitale, in quanto destinata a mantenere invariata la misura del capitale sociale appare estranea alla ratio dell'art. 2306 cod. civ. che è volto a tutelare l'interesse del ceto creditorio a non dover subire iniziative di impoverimento della società a suo danno senza possibilità di opposizione.

Dal punto di vista dei creditori la situazione patrimoniale della società pre e post recesso è destinata a rimanere immutata e manca perciò un loro interesse giuridicamente rilevante all'opposizione.

IL COMMENTO

Sommario: 1. Premessa – 2. Brevi cenni in merito alla funzione del capitale sociale nelle società di persone – 3. La riduzione del capitale sociale quale conseguenza dell'esercizio del diritto di recesso da parte del socio – 4. L'ambito di applicazione dell'art. 2306 cod. civ. – 5. La massima n. 65/2018.

1. Premessa

Con la massima n. 65/2018 il Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato prosegue l'analisi dei profili giuridici connessi all'esercizio del diritto di recesso da parte del socio di società di persone facendo seguito agli orientamenti precedentemente dettati *in subiecta materia* ⁽¹⁾. In particolare, la massima *de qua* torna ad affrontare – seppur sotto un diverso profilo – la dibattuta questione circa l'applicabilità della disciplina prevista dall'art. 2306 cod. civ. in materia di riduzione del capitale sociale ⁽²⁾ alle ipotesi di scioglimento del rapporto sociale limitatamente a un socio ⁽³⁾.

Più specificatamente, l'orientamento in esame si concentra sul “*momento liquidativo del socio receduto*”, nell'assunto che lo scioglimento del vincolo sociale individuale comporti sempre – fatte salve le eccezioni di cui si dirà *infra* – l'obbligo per i soci superstiti di ridurre il capitale sociale (ove presente) al fine di “[*ufficializzare*] i nuovi rapporti di forza” esistenti nella compagine sociale ⁽⁴⁾.

È dall'analisi di quest'ultimo “presupposto”, dunque, che occorre partire per comprendere la posizione assunta dall'Osservatorio.

2. Brevi cenni in merito alla funzione del capitale sociale nelle società di persone

La questione se lo scioglimento individuale del rapporto sociale imponga ai soci superstiti di ridurre *in ogni caso* il capitale sociale richiede di premettere brevi cenni in merito alla funzione che ad esso viene ascritta nelle società di persone ⁽⁵⁾.

⁽¹⁾ Il riferimento è alle massime n. 24/2011 (“*Recesso da società di persone ed atto ricognitivo*”); n. 29/2012 (“*Recesso da società di persone e riduzione del capitale sociale*”) e n. 54/2015 (“*Recesso consensuale da società di persone*”), disponibili all'indirizzo www.consiglionotarilefirenze.it.

⁽²⁾ L'art. 2306 cod. civ. prevede che “[l]a deliberazione di riduzione di capitale, mediante rimborso ai soci delle quote pagate o mediante liberazione di essi dall'obbligo di ulteriori versamenti, può essere eseguita soltanto dopo tre mesi dal giorno dell'iscrizione nel registro delle imprese, purché entro questo termine nessun creditore sociale anteriore all'iscrizione abbia fatto opposizione. Il tribunale, nonostante l'opposizione, può disporre che l'esecuzione abbia luogo, previa prestazione da parte della società di un'idonea garanzia”.

⁽³⁾ Sono riconducibili a tale espressione le tre ipotesi di scioglimento del rapporto sociale previste, rispettivamente, dagli artt. 2284 (“*Morte del socio*”), 2285 (“*Recesso del socio*”) e 2286 (“*Esclusione*”) cod. civ.

⁽⁴⁾ In questi termini si era espresso lo stesso Osservatorio con la citata massima n. 29/2012.

⁽⁵⁾ Giova subito precisare che, secondo l'orientamento dominante, nelle società di persone di forma commerciale regolari la regola del capitale sociale è obbligatoria, pur in assenza di previsioni che ne impongano una misura minima. Ciò argomentando in base alla lettera dell'art. 2295, comma 6, cod. civ. e/o dell'art. 2304 cod. civ. (essendo tali norme pacificamente applicabili, oltre che alle società in nome collettivo per cui sono espressamente dettate, anche alle società in accomandita semplice in virtù del

In termini generali si può osservare che, secondo una definizione comunemente accolta dalla dottrina, il capitale sociale è rappresentato dal valore complessivo dei conferimenti iniziali o successivi dei soci ⁽⁶⁾. Si tratta, quindi, del valore delle attività patrimoniali che i soci si sono impegnati a non distrarre dall'attività d'impresa, con la conseguenza che, per tutta la durata della società, gli stessi potranno ripartirsi solo la parte del patrimonio netto che supera l'ammontare del capitale sociale (funzione *vincolistica* del capitale sociale). L'indisponibilità di questa frazione ideale di patrimonio costituisce altresì per i creditori sociali un margine di “*garanzia patrimoniale supplementare*”, nel senso che gli stessi possono fare affidamento, per soddisfare i propri crediti, su un attivo patrimoniale eccedente le passività che avrà un valore corrispondente almeno all'ammontare del capitale sociale (funzione di *garanzia*) ⁽⁷⁾.

Inoltre, il capitale sociale assolve anche a una funzione *organizzativa*, nella misura in cui: (i) è termine di riferimento per accertare periodicamente – tramite il bilancio di esercizio – se la società ha conseguito utili (ove risulti che le attività superano le passività aumentate del capitale nominale) o perdite, e (ii) funge da *base di misurazione* di alcune situazioni soggettive dei soci, sia di carattere amministrativo (diritto di voto), sia di carattere patrimoniale (diritto agli utili ed alla quota di liquidazione), atteso che tali diritti spettano a ciascun socio *in misura proporzionale* alla quota di capitale sociale sottoscritto.

Tanto premesso, occorre più precisamente osservare che il capitale sociale assolve pienamente a tutte le predette funzioni solo nelle società di tipo capitalistico, per le quali il legislatore detta una disciplina particolarmente analitica volta a garantire, da un lato, la veritiera determinazione iniziale del suo ammontare e, dall'altro lato, l'integrità dello stesso nel corso della vita sociale.

richiamo di cui all'art. 2315 cod. civ.); sul punto si v., tra gli altri, CUOMO, *Conferimento d'opera e capitale sociale nelle società di persone*, in *Riv. soc.*, 2017, pp. 205 ss.; TASSINARI, *Sub Art. 2306 cod. civ.*, in *Commentario del Codice Civile*, diretto da Gabrielli, Torino, 2015, p. 484, secondo cui per tali società l'indicazione del capitale sociale iniziale sarebbe richiesta “*quantomeno ai fini della regolare iscrizione nel registro delle imprese*”. Diversamente, le regole sul capitale sociale non rilevano per le società semplici, per le quali la figura del capitale sociale non è in alcun modo contemplata (neppure nelle forme dettate dalla disciplina embrionale prevista per le s.n.c e le s.a.s.); in questi termini cfr., tra gli altri, SPOLIDORO, *Sul capitale sociale delle società di persone*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 852 ss.; BONAVERA, *Il capitale nelle società di persone*, *Commento a Cass.* 3 gennaio 2017, n. 23, in *Le Società*, 2017, p. 411. Sottolinea in ogni caso CUOMO, *ibidem*, che “*la libertà di fruire di una struttura societaria dichiaratamente sprovvista di una reale dotazione di capitale sociale, non esclude, infatti, che là dove i soci, nell'esercizio della loro libertà di iniziativa economica, optino in concreto per un capitale sociale (nominale provvisto di copertura) “reale” (cioè, superiore a zero), essi debbano conformarsi a requisiti minimi di effettività dei conferimenti destinati a “coprire” tale capitale, e segnatamente a quei requisiti emergenti dalla disciplina delle società di capitali, quale classe di società dove tale problema è organicamente risolto dalla legge (o almeno dai principi generali ad essa sottesi, eventualmente adattati al contesto delle società personali)*”.

⁽⁶⁾ In questi termini cfr. FERRI, *Sub Art. 2306 cod. civ.*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja-Branca, 1981, p. 439. Pertanto, il capitale sociale è cosa diversa rispetto al patrimonio sociale, che è rappresentato dal “*complesso dei beni che in un dato momento appartengono alla società*” (cfr. FERRI, *ibidem*). In particolare, il patrimonio sociale è inizialmente costituito dai conferimenti dei soci (all'inizio capitale sociale e patrimonio sociale coincidono), ma esso subisce continue variazioni qualitative e quantitative in relazione alle vicende economiche della società. Ne deriva che il legame tra capitale sociale e patrimonio sociale è costituito dal fatto che “*la cifra del primo indica la frazione (quota ideale) del patrimonio netto [i.e., la differenza positiva tra attività e passività, ndr.] non distribuibile fra i soci e perciò assoggettata ad un vincolo di stabile destinazione all'attività sociale (c.d. capitale reale)*”; cfr. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. 2, Torino, 2012, pp. 6 ss.

⁽⁷⁾ Cfr. CAMPOBASSO, *ibidem*.

Diversamente, la funzione del capitale sociale risulta indebolita nelle società di persone (società in nome collettivo e in accomandita semplice), dove l'assenza di obblighi cogenti di riequilibrio patrimoniale ⁽⁸⁾, unitamente alla mancanza di una disciplina volta a garantire l'effettività dei conferimenti effettuati dai soci, contribuiscono a determinare una sostanziale svalutazione del capitale sociale (almeno ai fini della rilevazione della situazione patrimoniale della società). A ben vedere, infatti, in mancanza di un minimo di capitale imposto per legge i soci restano liberi di fissare l'entità del medesimo, sia al momento della costituzione della società che in seguito (nel rispetto della procedura di cui all'art. 2306 cod. civ., su cui si v. *infra*), col risultato che – nelle società di persone – “*il capitale sociale esprime non già un valore effettivo, reale, ma un valore pattizio*” ⁽⁹⁾.

Inoltre, nelle società di persone l'insensibilità del capitale sociale alle eventuali perdite conferma l'idea che, per un verso, la società ben potrebbe proseguire la propria attività pur avendo perso interamente il proprio capitale nominale ⁽¹⁰⁾ e, per altro verso, che “*i terzi trovano in esso una garanzia assai parziale per le obbligazioni sociali, ben maggiore essendo il ruolo svolto sul punto dalla responsabilità patrimoniale illimitata dei singoli soci che partecipano alla società*” ⁽¹¹⁾, fermo restando il beneficio di preventiva escussione previsto dall'art. 2304 cod. civ. ⁽¹²⁾.

3. La riduzione del capitale sociale quale conseguenza dell'esercizio del diritto di recesso da parte del socio

Muovendo da tali considerazioni, il Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato è giunto ad affermare che, nelle società di persone, il capitale sociale, pur rappresentando senz'altro “*il primo livello di garanzia patrimoniale dei creditori sociali*”, svolge “*una ben più pregnante funzione organizzativa nei rapporti fra soci determinandone il peso delle rispettive partecipazioni*” ⁽¹³⁾, di talché “*appare logico e consequenziale che, ogni qual volta i rapporti tra i soci vengono ad essere modificati a causa della fuoriuscita di uno di essi per scioglimento del vincolo sociale, in linea di*

⁽⁸⁾ Si osserva, infatti, che l'unica norma dettata in materia di società di persone che fa riferimento a tale squilibrio patrimoniale è l'art. 2303 cod. civ., a mente del quale, tra l'altro, “[s]e si verifica una perdita del capitale sociale, non può farsi luogo a ripartizione di utili fino a che il capitale non sia reintegrato o ridotto in misura corrispondente”; sul punto è stato correttamente osservato che “[l]a riduzione del capitale sociale per perdite consiste nell'adeguare la cifra del capitale sociale nominale alla consistenza attuale del patrimonio netto (c.d. riduzione nominale) ed è sempre facoltativa nelle società in nome collettivo. L'omesso adeguamento comporta solo che eventuali utili conseguiti negli esercizi successivi non potranno essere distribuiti finquando le perdite pregresse non siano state integralmente ripianate” (cfr. CAMPOBASSO, cit., p. 79). Le medesime considerazioni valgono *mutatis mutandis* per le società in accomandita semplice in virtù del richiamo operato dall'art. 2315 cod. civ.; si v. sul punto Cass. 3 gennaio 2017, n. 23, in *Le Società*, 2017, pp. 409 ss.

⁽⁹⁾ Così si è espresso GHIDINI, *Società personali*, Padova, 1972, pp. 174 ss.

⁽¹⁰⁾ Secondo CUOMO, cit., p. 212, i soci restano liberi di fissare l'entità del capitale sociale “*fino al limite di costituire e/o mantenere attiva una società con capitale sociale pari a zero*”.

⁽¹¹⁾ Cfr. la Massima n. 29/2012, cit., p. 15.

⁽¹²⁾ Ai sensi dell'art. 2304 cod. civ., “[i] creditori sociali, anche se la società è in liquidazione, non possono pretendere il pagamento dai singoli soci, se non dopo l'escussione del patrimonio sociale”.

⁽¹³⁾ Non condivide tale conclusione CAMPOBASSO, cit., p. 78, secondo il quale, al contrario, “[m]inor rilievo assume nella società semplice e nella collettiva l'altro profilo della funzione organizzativa del capitale sociale [...]: strumento di misura delle posizioni reciproche dei soci nella società. Infatti, diversamente che nelle società di capitali, i poteri amministrativi dei soci sono proporzionati alla parte (liberamente determinabile) attribuita a ciascuno nella partecipazione agli utili (2257, 3° comma, e 2258, 2° comma), quando non è prevista la maggioranza per teste (art. 2287, 1° comma) o l'unanimità (art. 2252)”.

principio il capitale debba in qualche modo “registrare” tale variazione e darne conto, ufficializzando i nuovi rapporti di forza tra i soci superstiti” ⁽¹⁴⁾. E ciò indipendentemente (i) dal valore di liquidazione della quota del socio receduto (ovvero morto o escluso – cfr. artt. 2284 e 2286 cod. civ.) ⁽¹⁵⁾, e (ii) dal tipo di disponibilità finanziaria che si utilizza per liquidare il socio (e così anche se vi fossero riserve disponibili) ⁽¹⁶⁾, atteso che la riduzione del capitale sociale “è volta unicamente a dar conto della fuoriuscita di un socio dalla compagine e non – a differenza di quanto può accadere nelle società di capitali – a reperire in tutto o in parte il fabbisogno alla soddisfazione del suo credito”, con la conseguenza che “la riduzione sarà sempre operata in misura pari al valore nominale della partecipazione” ⁽¹⁷⁾.

Fermo quanto precede, la soluzione appena descritta – che presuppone la considerazione ormai assolutamente pacifica sia in dottrina che in giurisprudenza per cui il soggetto obbligato alla liquidazione della quota è la società e non i singoli soci ⁽¹⁸⁾ – non si applica all’ipotesi in cui (a) vi sia un accordo fra i soci superstiti volto ad accrescere in capo a questi ultimi la partecipazione del socio receduto ⁽¹⁹⁾, e (b) la liquidazione della quota

⁽¹⁴⁾ Cfr. la Massima n. 29/2012, cit., pp. 14 ss., ove si legge inoltre che “[q]uando si scioglie il rapporto rispetto ad un socio, la sua partecipazione al capitale – in assenza di diversi accordi con i soci superstiti – viene meno e dunque anche il capitale sociale, quale somma della misura delle singole partecipazioni, deve registrare tale cessazione. Indipendentemente dalla quantificazione del valore di tale quota, sotto il profilo organizzativo la struttura societaria che prosegue la sua attività deve adeguare le proprie regole al mutamento della compagine sociale prendendo atto che un socio non partecipa più alla vita sociale e regolando di conseguenza i rapporti tra i superstiti sia sul piano amministrativo che economico”.

⁽¹⁵⁾ Si noti che l’art. 2289 cod. civ. prevede, tra l’altro, che “[n]ei casi in cui il rapporto sociale si scioglie limitatamente a un socio, questi o i suoi eredi hanno diritto soltanto ad una somma di danaro che rappresenti il valore della quota. La liquidazione della quota è fatta in base alla situazione patrimoniale della società nel giorno in cui si verifica lo scioglimento. Se vi sono operazioni in corso, il socio o i suoi eredi partecipano agli utili e alle perdite inerenti alle operazioni medesime”. Sul punto è stato osservato che “al socio [deve] essere riconosciuto il valore effettivo della partecipazione, affinché non sia penalizzato a vantaggio dei soci che restano in società: a questo scopo occorre far emergere tutti quei valori che la società potrebbe realizzare se fosse posta in liquidazione. [...] Si ritiene, in base a tale premessa, che la liquidazione della quota non possa essere effettuata sulla base dell’ultimo bilancio approvato, e che debba essere redatto un bilancio straordinario, riferito alla situazione esistente nel momento in cui si è verificato lo scioglimento parziale del rapporto sociale”; cfr. MOTTI, Sub Art. 2289 cod. civ., in Commentario del codice civile, diretto da GABRIELLI, Torino, 2015, pp. 410 ss., ove ampi riferimenti.

⁽¹⁶⁾ In questi termini cfr. la Massima n. 29/2012, cit., p. 20.

⁽¹⁷⁾ Così la Massima n. 29/2012, cit., p. 17.

⁽¹⁸⁾ La questione, in verità assai dibattuta in passato sia in dottrina che in giurisprudenza – cfr. per i riferimenti BELVISO, *Profili soggettivi della liquidazione della quota al socio uscente e interesse dei creditori nelle società di persone*, in *Giur. comm.*, 1979, pp. 814 ss. – è stata definitivamente risolta da una nota pronuncia delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione secondo cui “[l]a domanda di liquidazione della quota di una società di persone da parte del socio receduto o escluso ovvero degli eredi del socio defunto fa valere un’obbligazione non degli altri soci ma della società e, pertanto, ai sensi dell’art. 2266 c.c., va proposta nei confronti della società medesima, quale soggetto passivamente legittimato, senza che vi sia necessità di evocare in giudizio anche detti altri soci” (cfr. Cass. Sez. Un. 26 aprile 2000, n. 291, in *Giur. comm.*, II, 2001, pp. 230 ss., con commento di BUONOCORE).

⁽¹⁹⁾ Infatti, in assenza di un tale accordo non sembra possibile sostenere – come invece fa parte della dottrina – che, quando si verifica lo scioglimento del rapporto sociale limitatamente ad un socio, i soci superstiti “divengono contitolari, in virtù di accrescimento a loro favore e in proporzione alle rispettive quote di capitale, della quota di contitolarità del patrimonio sociale che prima spettava al socio uscente” (cfr., in questi termini, ANGELONI, *Sorte della frazione di capitale sociale nel caso di scioglimento del rapporto sociale limitatamente a un socio*, in *Contratto e impresa*, 1995, p. 103, ove ampi riferimenti ai sostenitori di questa tesi); ciò in quanto, per un verso, non si capirebbe il motivo di un tale accrescimento in capo a soggetti che non sopportano l’onere della liquidazione e, per altro verso, “non esiste una norma analoga a

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

avvenga con riserve disponibili della società ⁽²⁰⁾ (presupposto, quest'ultimo, evidentemente non necessario al fine di escludere l'obbligo di ridurre il capitale sociale ove gli stessi soci superstiti stabiliscano pattiziamente di farsi loro carico della liquidazione del socio receduto, posto che il pagamento della somma spettante al socio uscente rappresenterebbe in questo caso il corrispettivo di una cessione che si basa sul diverso accordo contrattuale tra quest'ultimo e gli altri soci avente ad oggetto la cessione della quota) ⁽²¹⁾. A bene vedere, infatti, in presenza di un tale accordo i soci conservano il reciproco rapporto proporzionale di partecipazione preesistente all'*exit* del socio uscente, con la conseguenza che non vi è alcuna variazione dei "rapporti di forza" tra i soci superstiti di cui dare conto attraverso la riduzione del capitale sociale ⁽²²⁾, ⁽²³⁾

quella dettata in materia di recesso nelle società a responsabilità limitata che prevede l'accrescimento ai soci superstiti nel caso di liquidazione con riserve disponibili né ne ricorre la ratio" (cfr. la Massima n. 29/2012, cit., p. 18).

⁽²⁰⁾ Resta fermo che "i soci potranno decidere di ridurre il capitale sociale anche in presenza di riserve sufficienti", atteso che "il minor rigore richiesto nella formazione e nella conservazione del capitale sociale nelle società di persone [...] non sembra rendere plausibile l'individuazione interpretativa di limiti e condizioni diverse da quelle imposte dall'art. 2306 c.c. alla disponibilità del patrimonio netto"; cfr. la Massima n. 54/2016, cit., p. 28. Sul tema della applicabilità dell'art. 2306 cod. civ. a questa peculiare ipotesi di riduzione "facoltativa" del capitale sociale si v. TRIMARCHI, *Le riduzioni del capitale sociale*, in *Notariato e nuovo diritto societario*, collana diretta da Laurini, Milano, 2010, pp. 388 ss., il quale ne esclude l'applicabilità in considerazione del fatto che in tale fattispecie mancherebbe il presupposto per la tutela dei creditori sociali.

⁽²¹⁾ È appena il caso di osservare che tale conclusione rimane valida anche nel caso in cui i soci superstiti trovino un terzo disposto a subentrare al socio uscente nel rapporto sociale.

⁽²²⁾ Ciò è sostenuto anche nella Massima n. 65/2018 oggetto del presente commento, ove si legge che "[l]a riduzione del capitale è invece esclusa quando esista un diverso accordo tra i soci superstiti che convengono l'accrescimento della partecipazione del socio receduto tra loro: in tal caso nessuna variazione del capitale in diminuzione verrà a determinarsi, residuando in capo al receduto il diritto alla liquidazione". Analoga soluzione interpretativa è proposta con la Massima n. 54/2016, cit. (seppur con riferimento alla diversa fattispecie di "recesso consensuale" – o "per mutuo dissenso" – del singolo socio).

⁽²³⁾ Si segnala, per completezza, che la ricostruzione effettuata dal Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato in merito all'obbligo di ridurre il capitale sociale *in ogni caso* per effetto dell'esercizio del diritto di recesso da parte del socio non è accolta da una parte della dottrina che ha sostenuto, in modo condivisibile, come "un problema di riduzione [del capitale sociale, ndr.] non [possa] proprio porsi quando alla liquidazione si provveda mediante utili o riserve eventualmente esistenti nel patrimonio", atteso che "in questo caso l'utilizzazione delle riserve comporterebbe un accrescimento proporzionale delle quote dei soci superstiti, restando il capitale invariato"; in questi termini cfr. GUGLIELMO-CUBELLO, *La riduzione del capitale sociale nel procedimento di liquidazione della quota in caso di recesso, morte ed esclusione del socio di società di persone*, in *Riv. not.*, 2013, p. 7; della stessa opinione della dottrina qui richiamata anche BELVISO, cit., pp. 811 ss.; ANGELONI, cit., p. 117, secondo cui "nel caso di scioglimento del rapporto sociale limitatamente a un socio in una società in nome collettivo o in accomandita semplice regolare, il socio uscente o i suoi eredi [...] hanno diritto, ai sensi dell'art. 2289, comma 1° c.c., soltanto a una somma di danaro che rappresenti il valore della quota del socio defunto, receduto o escluso, mentre la quota del socio uscente si accrescerà, unitamente alla frazione di capitale sociale che spettava all'ex socio, agli altri soci, in proporzione alle quote di capitale sociale che agli stessi spettavano prima dello scioglimento. Il debito di liquidazione ex art. 2289 c.c. è un debito sociale nei confronti di creditori sociali non soci, il quale è soggetto alla disciplina prevista per il pagamento dei debiti sociali. Di conseguenza il pagamento di tale debito dovrà avvenire, in primo luogo utilizzando utili o riserve eventualmente esistenti nel patrimonio sociale e, secondariamente, nel caso in cui tali elementi del patrimonio sociale non sussistano o non siano sufficienti alla integrale soddisfazione del debito, la società dovrà provvedere al pagamento intaccando il capitale sociale, il quale subirà sì una riduzione, ma una riduzione per perdite, non soggetta alla disciplina di cui all'art. 2306 c.c. che si applica solo alle deliberazioni di riduzione del capitale sociale che comportano un rimborso ai soci del conferimento o la liberazione dei soci dall'obbligo di ulteriori versamenti".

4. L'ambito di applicazione dell'art. 2306 cod. civ.

A questo punto la questione che si pone all'attenzione dell'interprete riguarda il regime giuridico di tale riduzione. In altre parole, ci si domanda se la riduzione del capitale sociale che consegue "automaticamente" – secondo l'Orientamento che qui si commenta – all'*exit* del socio receduto sia o meno soggetta al disposto dell'art. 2306 cod. civ., a mente del quale, come anticipato, "[l]a deliberazione di riduzione di capitale, mediante rimborso ai soci delle quote pagate o mediante liberazione di essi dall'obbligo di ulteriori versamenti, può essere eseguita, soltanto dopo tre mesi dal giorno dell'iscrizione nel registro delle imprese, purché entro questo termine nessun creditore sociale anteriore all'iscrizione abbia fatto opposizione".

Il Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato ha affrontato la questione nella citata massima n. 29/2012 affermando molto chiaramente che *"la riduzione del capitale in caso di scioglimento del rapporto sociale rispetto al singolo socio [è] in linea di principio sempre assoggettata al regime dell'art. 2306 c.c. con conseguente condizionamento della sua efficacia alla mancata opposizione dei terzi perché tale norma è espressione del principio della intangibilità del capitale sociale [...] e soprattutto perché il mantenimento della responsabilità del socio uscente o dei suoi eredi per le obbligazioni sociali anteriori [cfr. art. 2290 cod. civ., ndr.] non esclude che su quanto liquidato al socio o ai suoi eredi i creditori sociali subiranno certamente il concorso dei di lui creditori individuali, perdendo dunque il diritto di prelazione che altrimenti avrebbero se quei beni rimanessero nel patrimonio della società"* ⁽²⁴⁾.

Ne deriva che il procedimento di cui all'art. 2306 cod. civ. dovrebbe trovare applicazione tutte le volte in cui alla riduzione del capitale sociale si accompagna un *"impoverimento patrimoniale della società"*, di talché *"i creditori sociali possono levare la loro voce e paralizzare tale riduzione anche a fronte di un diritto societario individuale quale quello del socio di recedere o di un diritto societario collettivo di escludere il socio inadempiente o di un diritto patrimoniale degli eredi a veder liquidata la quota del socio defunto"* ⁽²⁵⁾. Coerentemente, la previsione dell'art. 2306 cod. civ. – secondo tale interpretazione estensiva ⁽²⁶⁾ – spiegherebbe il suo effetto indipendentemente dal valore della quota da

⁽²⁴⁾ Cfr. la Massima n. 29/2012, cit., p. 19, ove alcuni riferimenti bibliografici ai sostenitori di questa posizione.

⁽²⁵⁾ Cfr. la Massima n. 29/2012, cit., p. 19.

⁽²⁶⁾ Al contrario, secondo parte della dottrina, l'art. 2306 cod. civ. si riferirebbe solo alla riduzione del capitale sociale e non alla riduzione del patrimonio con la conseguenza che *"soltanto in relazione alla riduzione del capitale sociale, è necessaria la partecipazione dei creditori, nella forma della non opposizione, perché la riduzione possa essere operata"*; diversamente, *"se si opera invece una riduzione del patrimonio sociale, come normalmente si opera attraverso la distribuzione degli utili ai soci, e come può operarsi attraverso la distribuzione ai soci delle riserve accumulate nei vari esercizi, senza che venga intaccato il capitale sociale, l'articolo in esame non è applicabile e la relativa deliberazione è immediatamente efficace. I creditori sociali hanno cioè il diritto di contare sul capitale sociale, ma non hanno anche il diritto di contare su quel supero di beni che sia stato ottenuto con l'esercizio dell'attività sociale"*; cfr., in questi termini, FERRI, cit., p. 440; GUGLIELMO-CUBELLO, cit., p. 14, per i quali, in sintesi, *"sembra ragionevole concludere che la riduzione del capitale sociale, effettuata per consentire il rimborso in caso di scioglimento del rapporto sociale limitatamente a un socio, possa essere qualificata come riduzione nominale (per perdite) e non come riduzione reale, in quanto il debito di liquidazione della quota sociale di cui all'art. 2289 cod. civ. è da assimilare ad una perdita di esercizio"*. Si segnala anche l'opinione di chi sostiene che la lettura estensiva della norma proposta dal Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato sarebbe in contrasto con il dato letterale dell'art. 2306 cod. civ. poiché quest'ultimo

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

liquidare e a prescindere dal tipo di disponibilità finanziaria che si utilizza per liquidare il socio receduto e, quindi, anche se vi fossero riserve disponibili, poiché *“in tutti tali casi si rinviene la ratio della tutela dei creditori sociali alla base dell’art. 2306 cod. civ.”*⁽²⁷⁾; al contrario, resterebbe esclusa dall’ambito applicativo della norma solo l’ipotesi in cui la liquidazione spettante al socio receduto sia *negativa* e dunque il socio non sia creditore della società ma *debitore* della stessa (ipotesi possibile per tutto quanto detto circa l’assenza di vincoli di bilancio e di regole volte a riequilibrare i rapporti tra capitale sociale e patrimonio)⁽²⁸⁾.

Ciò posto, l’estensione del campo di applicazione dell’art. 2306 cod. civ. a tutte le ipotesi di scioglimento del singolo rapporto sociale⁽²⁹⁾ impone di interrogarsi sulle conseguenze che derivano dall’opposizione vittoriosa dei creditori, atteso che *“affermare l’applicazione della norma in commento senza individuare una diversa soluzione in presenza di opposizione dei creditori comporterebbe una intollerabile ed ingiustificata prevalenza della loro tutela rispetto al diritto del singolo a veder liquidata la propria quota quando il rapporto si è comunque sciolto”*. La soluzione proposta dai notai fiorentini trae spunto dalla disciplina del recesso nelle società di capitali⁽³⁰⁾ – che sarebbe applicabile in via analogica al caso di specie sussistendo l’*eadem ratio* – con la

fa riferimento solo alle *deliberazioni* di riduzione che comportino un rimborso *ai soci* dei conferimenti o la liberazione sempre dei *soci* dall’obbligo di ulteriori versamenti (mentre il socio uscente per effetto dello scioglimento del rapporto sociale diventa creditore della società e perde lo *status socii*); cfr., sul punto, ANGELONI, cit., p. 110, secondo il quale, inoltre, l’art. 2306 del codice civile vigente, *“nel prevedere solo la riduzione del capitale sociale risultante da “deliberazione” dei soci, esclude che rientrino nell’ambito della sua previsione e, quindi, che possano comportare un’automatica riduzione del capitale sociale, i fatti, gli atti o i negozi giuridici che comportano lo scioglimento del rapporto sociale limitatamente a un socio”*.⁽²⁷⁾ Cfr. la Massima n. 29/2012, cit., p. 20. Si noti che il Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato ha proposto una diversa interpretazione del campo di applicazione dell’art. 2306 cod. civ. seppur con riferimento alla diversa fattispecie dello scioglimento del rapporto sociale limitatamente a un socio per effetto di un atto di mutuo dissenso parziale (cfr. la citata Massima n. 54/2015. In quella occasione i notai fiorentini hanno avuto cura di precisare che *“la disposizione da ultimo richiamata [i.e. l’art. 2306 cod. civ., ndr.] mira a soddisfare l’esigenza che sia inizialmente, sia durante la vita della società, il valore del patrimonio sociale non discenda oltre certi limiti al di sotto della cifra indicata come capitale, ché, anzi, la tendenza del legislatore, anche nelle società personali, è quella di assicurare che il patrimonio sociale presenti, in ogni momento della vita sociale, una plusvalenza (differenza fra attività e passività) pari almeno al valore iniziale attribuito ai conferimenti”*, con la conseguenza che se il rimborso della partecipazione del socio il cui rapporto sociale si è sciolto per mutuo dissenso venga effettuato attingendo solo a riserve disponibili il valore della parte di patrimonio vincolata a capitale resta invariato e non trova applicazione l’art. 2306 cod. civ. Qualora invece sia necessario attingere al capitale sociale, in tutto o in parte, si dovrà attendere il decorso dei tre mesi riconosciuti ai creditori per l’opposizione (cfr. la Massima n. 54/2015, pp. 27 ss.).

⁽²⁸⁾ Si legge infatti nella Massima n. 29/2012, cit., pp. 20 ss., che *“[i]n tali casi la riduzione del capitale sociale, pur dovuta per adeguare la struttura superstita alla nuova compagine nella misura del valore nominale della quota del socio il cui rapporto si è sciolto, appare slegata da qualsiasi effetto negativo per la società, che non subisce alcun contraccolpo da un punto di vista finanziario patrimoniale e neppure per i creditori sociali, che vedono del tutto inalterata la propria garanzia patrimoniale. Conseguentemente non appare giustificato un loro potere di opposizione. Ciò è coerente anche con la lettera dell’art. 2306 che parla di riduzione mediante attribuzione di somme al socio: in questa ipotesi la riduzione del capitale, in sostanza, costituisce niente altro che un’operazione contabile e di riassetto societario, senza alcuna rilevanza patrimoniale per la società così come avviene per la riduzione del capitale per perdite”*.

⁽²⁹⁾ Fatta eccezione per le ipotesi di liquidazione della partecipazione detenuta in una società semplice, nei cui confronti la regola dell’art. 2306 cod. civ. non trova applicazione (cfr. in questi termini la Massima n. 54/2015).

⁽³⁰⁾ Si v. in particolare gli artt. 2437-*quater*, comma 6 e 2473, comma 4, cod. civ.

conseguenza che “*se la riduzione del capitale sociale che deriva necessariamente dallo scioglimento del rapporto sociale si traduce in un valore positivo che depaupera la società e se i creditori sociali vi si oppongono, la società verrà a trovarsi in stato di liquidazione*” e “[i] soci verranno rimborsati o liquidati nella misura in cui residui un attivo nelle casse una volta saldati i debiti sociali”⁽³¹⁾.

5. La massima n. 65/2018

Ricostruito in questi termini l’orientamento interpretativo espresso dal Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, è ora possibile comprendere pienamente il contenuto della massima n. 65/2018 qui in esame.

Come anticipato, la massima *de qua* si concentra sul procedimento di liquidazione del socio receduto, nel presupposto che (i) il recesso sia legittimamente esercitato; (ii) vi sia un accordo tra i soci superstiti per accrescere tra loro la quota appartenente al socio receduto, e (iii) la liquidazione a seguito del recesso avvenga con mezzi propri della società⁽³²⁾.

In questo scenario – si afferma nella massima – i mezzi patrimoniali per far fronte alla liquidazione spettante al socio receduto potrebbero preesistere nel patrimonio sociale o essere appositamente forniti da parte dei soci superstiti attraverso un’operazione di apporto strumentale al patrimonio ovvero al capitale della società⁽³³⁾.

Ciò posto, la massima analizza separatamente entrambe le fattispecie suindicate precisando che, nel primo caso (conferimento a patrimonio e riduzione di questo a favore del receduto), “*la liquidazione del socio receduto opera sul piano esclusivamente patrimoniale della società e dunque nessun impatto si verifica rispetto alla misura nominale del capitale. Coerentemente nessuna rilevanza esplica in tale ipotesi il disposto dell’art. 2306 c.c. che è limitato alla riduzione nominale del capitale e non del patrimonio*”.

Ad analoga conclusione – nel senso cioè di escludere l’applicabilità dell’art. 2306 cod. civ. – giunge la massima con riferimento alla seconda ipotesi presa in considerazione, fermo restando il necessario rispetto dei seguenti presupposti di carattere “procedurale”: (i) recesso efficacemente esercitato dal socio; (ii) determinazione dell’importo da liquidare accettata dal socio e dalla società; (iii) apporto delle disponibilità patrimoniali mediante aumento “strumentale” del capitale sociale eseguito dagli altri soci dell’importo

⁽³¹⁾ Cfr. la Massima n. 29/2012, pp. 21 ss.; in senso contrario cfr. GUGLIELMO-CUBELLO, cit., p. 14, secondo cui “[l]’art. 2306 c.c. [...] è dettato per il caso di volontaria riduzione del capitale sociale, con la conseguenza che la vittoriosa opposizione dei creditori impedisce l’effettiva riduzione. L’applicazione di tale norma alle ipotesi di scioglimento del rapporto sociale limitatamente ad un socio, in assenza di una testuale previsione normativa così come nelle società di capitali, non consente di ritenere che la conseguenza della vittoriosa opposizione possa essere lo scioglimento della società. Essendo quest’ultimo un evento di così grave portata per la vita della società, da non poter essere automaticamente applicato senza una espressa previsione legislativa”.

⁽³²⁾ Cfr. la Massima n. 65/2018, cit., p. 1.

⁽³³⁾ Restano ferme le conseguenze derivanti dall’aver adottato l’una ovvero l’altra scelta, posto che – come sottolineato nella stessa Massima n. 65/2016 – “[n]on è indifferente che l’apporto in società venga operato dai soci a capitale e non a patrimonio, per i riflessi che ciò esplica anche in ordine a eventuali future cessioni delle partecipazioni sociali. Le somme versate a fronte dell’aumento del capitale concorrono infatti ad incrementare il valore di carico della quota di ciascun socio sottoscrittore”.

**ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI
IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO**

necessario alla liquidazione, immediatamente sottoscritto, e (iv) contestuale riduzione del capitale alla misura pre-aumento finalizzata alla liquidazione del socio receduto ⁽³⁴⁾. Al ricorrere di tali condizioni, infatti, *“la contestualità delle operazioni di aumento-riduzione del capitale in cui si articola il procedimento”* fa sì che non si determini alcuna variazione effettiva della misura del capitale sociale che, al termine della sequenza suindicata, è destinato a rimanere invariato, con la conseguenza che *“i creditori sociali mantengono inalterata la loro garanzia patrimoniale, rappresentata dal capitale sociale fissato al momento del prodursi degli effetti del recesso”* ⁽³⁵⁾.

⁽³⁴⁾ Cfr. la Massima n. 65/2018, cit., pp. 2 ss., ove è altresì precisato che le medesime considerazioni valgono nell'ipotesi in cui la sequenza procedimentale descritta nel testo sia invertita – procedendo cioè in prima battuta alla riduzione del capitale sociale e poi alla sua ricostituzione – stante la contestualità e interdipendenza delle diverse fasi dell'operazione.

⁽³⁵⁾ In altre parole, *“la situazione, esaminata dal punto di vista dei creditori, appare in tutto e per tutto analoga al caso in cui la liquidazione del receduto venga operata attraverso l'acquisto della partecipazione da parte degli altri soci e dunque senza ricorrere ai mezzi patrimoniali della società, ipotesi che pacificamente è sottratta all'applicazione dell'art. 2306 C.C. in quanto non incidente sul capitale. La differenza sta solo nello strumento prescelto, che prevede un incremento patrimoniale della società a titolo di aumento capitale destinato a soddisfare l'impovertimento patrimoniale legato alla liquidazione del credito del receduto”*; cfr. la Massima n. 65/2018, cit., p. 3.

*Commento all'Orientamento numero 66 del 2018 dell'Osservatorio Società del
Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato*

LE PARTECIPAZIONI SOCIALI A TEMPO

FRANCESCO PEZONE

L'ORIENTAMENTO

La Massima

1. È legittimo emettere partecipazioni a tempo, soggette a termine finale di durata, siano esse rappresentate o meno da azioni.

2. Il valore di liquidazione delle partecipazioni è liberamente determinabile, poiché non sussistono nella fattispecie né le ragioni di tutela del socio ricorrenti qualora si verificano cause legali di recesso, né quelle invocate in caso di espulsione dalla compagine sociale per volontà altrui (azioni riscattabili, esclusione, drag along).

La Motivazione

1. L'art.17, comma 3, del D.lgs. 19 agosto 2016, n.175 (Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica) stabilisce che nella società a partecipazione mista pubblico-privata affidataria di appalti o concessioni “la durata della partecipazione privata alla società..... non può essere superiore alla durata dell'appalto o della concessione”.

Normativamente, l'indicazione della durata ha sempre costituito uno degli elementi del contratto di società (art. 2295 n.9 c.c.; art.2328 n.13 c.c.) ed è quindi sempre stata predicata solo rispetto all'organizzazione comune: ha sempre misurato il tempo dell'investimento collettivo, dell'affare comune.

La disposizione del D.Lgs. 175/2016, invece, impone la durata come elemento essenziale della singola partecipazione, segnatamente di quella del soggetto privato, a tutela del principio dell'imprzialità e della strumentalità della scelta del socio da parte della pubblica amministrazione. In tale prospettiva, si può sostenere che la norma dell'art.17 D.lgs.175/2016 si limita a prescrivere un risultato da conseguire, senza delineare una fattispecie, che potremmo convenzionalmente definire “partecipazione a tempo” (o “a durata predeterminata”), declinabile (visto che gli enti pubblici possono partecipare solo a s.p.a. o a s.r.l.) in “azioni a tempo” (o a “durata predeterminata”) e in “quota di partecipazione a tempo”, (o “a durata predeterminata”).

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

Dato atto che il risultato a cui la legge mira consiste nell'espulsione del socio privato dalla società a partecipazione mista, a tal fine è certamente possibile ricorrere agli istituti a tal scopo ordinariamente funzionali, ovvero al riscatto delle azioni nella s.p.a., e all'esclusione o anche al riscatto della quota nella s.r.l., in conformità ai più recenti approdi interpretativi.

2. Ad avviso di questa Commissione è legittimo altresì creare partecipazioni a termine finale di durata, destinate a cessare a certo tempo.

Ulteriormente, tale soluzione organizzativa è applicabile non solo alle società a partecipazione mista pubblico – privata di cui all'art.17 del D.lgs 175/2016, ma anche a quelle di “diritto comune”, qualunque siano il tipo organizzativo adottato; e pertanto, per tale via ed a fortiori, altresì a tutte le società a partecipazione pubblica (e pertanto senza limiti connessi all'oggetto sociale o alle qualità soggettive dei soci), stante quanto previsto nell'art. 1, terzo comma, D.lgs 175/2016.

3. Sul piano sistematico la legittimità di scelte organizzative capaci di rendere potenzialmente temporanea la partecipazione sociale di singoli soci o di parte di essi, sia essa rappresentata o meno da azioni, sembra già ampiamente suffragata dai dati normativi e dagli orientamenti interpretativi. Allorché, per concessione normativa, la società è priva di durata, e non è quotata in un mercato regolamentato, ogni singolo socio può decidere di far cessare la sua partecipazione in ogni tempo, salvo l'obbligo del preavviso (art.2437, terzo comma c.c.; art.2473 secondo comma c.c.).

La legge (art.2437, quarto comma, c.c.; art.2473 primo comma c.c.) consente inoltre di introdurre nello statuto cause di recesso ulteriori rispetto a quelle legali, tali da consentire al socio, o a determinati soci (portatori, per esempio, di azioni di categoria), di disinvestire al verificarsi delle condizioni previste, anche eventualmente di natura economica (mancato raggiungimento o, al contrario, raggiungimento di determinati risultati economici o di bilancio).

Già prima della riforma del 2003, la dottrina perorava l'ammissibilità di azioni “riscattande”, ovvero caratterizzate dal diritto ad essere riscattate dalla società (che quindi era obbligata in tal senso), “espressione di una partecipazione ad tempus, contraddistinta da un affievolimento del rapporto associativo e da un'accentuazione di quello di credito”, ammissibilità confortata definitivamente dalla previsione delle azioni riscattabili (art.2437 sexies c.c.): azioni che “attribuiscono dunque un vero e proprio “diritto” al riscatto come diritto allo smobilizzo del finanziamento effettuato in favore della società”.

Non si ravvisano, dunque, ostacoli di natura sistematica alla legittimità di partecipazioni sociali a tempo (o a termine finale di durata), siano esse rappresentate o meno da azioni, alle quali si riconnette un effetto organizzativo diverso da quello generato dalle fattispecie descritte solo per la certezza sia dell' “an” sia del “quando” del disinvestimento.

In altri termini – e riprendendo concetti da altri espressi (sebbene con riferimento alle diverse fattispecie delle azioni riscattabili o delle azioni che incorporano il diritto di recesso ad nutum) - sembra quindi possibile configurare partecipazioni che al tempo stesso assicurino e impongano il disinvestimento, privando entrambe le parti del rapporto

(il singolo socio e l'organizzazione sociale) di discrezionalità in proposito, con l'effetto di eliminare a priori, relativamente a tale profilo, l'incertezza che nelle situazioni organizzative in precedenza descritte grava invariabilmente una delle parti (e precisamente sull'organizzazione sociale allorché sia attribuito al socio il diritto di recesso discrezionale o il diritto di far riscattare le proprie azioni o quote; sul socio allorché sia consentito alla società di esercitare il diritto di riscatto discrezionale).

Allo stesso modo, la soluzione organizzativa priva le parti degli strumenti di reazione tipicamente previsti o ammessi: in caso di recesso, la possibilità di rimuoverne la causa; in caso di esclusione ai sensi dell'art.2473 bis c.c., il diritto ad impugnare la decisione dell'organo competente. Il risultato risulta peraltro giustificato da un lato dall'oggettività del fatto che determina l'effetto solutorio della partecipazione e dall'altro dalla constatazione che la scadenza rappresenta una caratteristica della fattispecie di partecipazione sottoscritta, alla stregua di altre che possono caratterizzarla come, per esempio, l'assenza totale o parziale del diritto di voto, o la postergazione nelle perdite, o il privilegio nella ripartizione degli utili. Non vi può essere dunque alcun sindacato sulla produzione dell'effetto solutorio.

Intuitivamente, la scadenza può connotare non tutte le partecipazioni sociali, poiché altro non sarebbe che il termine finale di durata della società, ma solo alcune di esse: ne consegue che nella società per azioni dette partecipazioni costituiscono di necessità una categoria, con ogni conseguente effetto organizzativo, e quindi con le tutele che la legge (e segnatamente l'art. 2376 c.c.) appresta in tal caso sul piano dei rapporti fra azionisti di diverse categorie.

Nelle società a responsabilità limitata la partecipazione a tempo potrà essere relazionata alla persona del socio secondo il modello comune; in alternativa, e "limitatamente" alle P.M.I., sarà possibile scomporre la partecipazione in più unità di uguale valore a scadenza, ai sensi dell'art. 26, comma due, del D.L.179/2012, così da creare una categoria, con conseguente applicazione estensiva della disciplina della s.p.a.

Sul piano degli interessi economici, la creazione di partecipazioni a tempo può consentire alla società di approvvigionarsi di capitali di rischio per il tempo necessario a finanziare l'impresa, o l'avvio di una nuova impresa, ed al contempo assicurare all'investitore, certamente di minoranza, il disinvestimento laddove il mercato secondario sia di fatto inesistente.

L'ammissibilità della fattispecie può anche condurre a soluzioni finanziarie originali. Oltre alla liquidazione mediante monetizzazione della partecipazione, si potrebbe immaginare, per esempio, l'emissione di azioni convertibili, alla scadenza convenuta, in obbligazioni, o in strumenti finanziari con diritto di rimborso.

Si può senz'altro ammettere che il termine sia individuato con riferimento ad un preciso giorno di calendario (per esempio: 31 dicembre 2020) o sia determinabile per relationem, come sembra desumibile dall'art.17 del D.lgs.175/2016 in epigrafe evocato (e pretesto delle presenti note), laddove lega la scadenza della partecipazione alla durata del contratto di servizio (si potrebbe immaginare, per esempio, di collegare la durata della partecipazione sociale del socio di una società professionale o di una società artigiana al raggiungimento della data di pensionamento).

4. L'attenzione deve allora indirizzarsi alla disciplina della cessazione del rapporto sociale rappresentato dalle partecipazioni a tempo (o a termine finale di durata), segnatamente alle regole di liquidazione. Quella di riferimento è certamente rappresentata dalle regole dettate in materia di recesso, applicabili, in forza di espresso, ancorché parziale, rinvio, anche al riscatto di azioni di s.p.a. o all'esclusione del socio di s.r.l., e quindi, in definitiva, a tutte le fattispecie tipiche di disinvestimento, volontario o forzato.

Dato atto che la partecipazione a tempo produce un risultato organizzativo nella sostanza equivalente a quello del recesso, sembrerebbe sistematicamente coerente concludere che la liquidazione dei soci a tempo dovrà essere attuata mediante il procedimento previsto negli artt.2437 quater o 2473 c.c.

A ben vedere, la caratteristica peculiare della partecipazione in oggetto, ovvero quella "di cessare" alla scadenza del termine, non sembra rendere naturalmente percorribili, senza correttivi statuari, le soluzioni dell'offerta della stessa agli altri soci e ai terzi o quella dell'acquisto da parte della società, per il fatto stesso che non esiste più, ontologicamente, una partecipazione da acquistare destinata a "continuare". Se fosse acquistabile da parte di altri, soci o terzi (o società medesima), quella stessa partecipazione sarebbe non "a tempo", ma "ordinaria". Dunque, nel silenzio dello statuto, alla scadenza del termine di durata la liquidazione non potrà che avvenire mediante riduzione del capitale sociale e quindi, al massimo mediante acquisto di azioni proprie ai sensi dell'art.2357 bis, primo comma, n.1) c.c.

La possibilità di ricorrere all'intera panoplia di soluzioni offerte dagli artt.2437 quater c.c. e 2473 c.c. presuppone che le partecipazioni a tempo siano fin dall'origine previste come convertibili in azioni o quote "ordinarie" qualora alla liquidazione del socio si pervenga mediante acquisto da parte degli altri soci, offerta ai terzi, o ricorso alle riserve divisibili o agli utili (e quindi mediante acquisto di azioni proprie o accrescimento agli altri soci nella s.r.l.).

Qualora dovesse ricorrersi alla riduzione del capitale sociale, che è certamente di natura reale,

troveranno applicazione gli artt. 2445 e 2482 c.c.

La certezza e la notorietà preventiva del programma di disinvestimento non sembrano infatti ragioni sufficienti per negare ai creditori il diritto di opposizione.

Sistematicamente, infatti, non è argomentabile la priorità di alcuni soci rispetto ai creditori sul capitale sociale (o meglio, sui valori dell'attivo corrispondenti a quella frazione del patrimonio netto definita "capitale sociale"), nemmeno nelle società di persone (art. 2306 c.c.).

Dunque, pur avvertiti, i creditori sociali conservano il diritto di opposizione, rimedio tecnico che consente di continuare a qualificare i soci a tempo come residual claimants, investitori di capitale di rischio le cui ragioni non possono essere antergate a quelle degli investitori di capitale di credito (creditori sociali).

Vi è da chiedersi, per completezza, quale conseguenza sortirebbe il vittorioso esperimento dell'opposizione dei creditori sul piano organizzativo e rispetto alla "durata" delle partecipazioni a tempo.

La scelta interpretativa sembra ridotta a due opzioni: o si ritiene che le partecipazioni a tempo, per effetto dell'opposizione, si convertono in partecipazioni "ordinarie", quindi senza scadenza; oppure si afferma l'applicabilità analogica dell'art. 2437 quater, ultimo comma, c.c. e dell'art. 2473, quarto comma c.c. (inciso finale), ai sensi dei quali in caso di opposizione vittoriosa dei creditori la società si scioglie, a tutela del diritto del socio di recedere.

Premesso che lo statuto può (auspicabilmente) prendere posizione sulla questione stabilendo a priori quale delle due regole debba trovare applicazione, poiché non viene in gioco alcun interesse dei terzi e quindi l'autonomia privata può esprimersi (visto anche il disposto dell'art. 2484 n.7 c.c.), nel silenzio sembra più coerente alla scelta di offrire partecipazioni a tempo il ricorso all'applicazione analogica della disciplina del recesso.

Coloro che hanno sottoscritto (o acquistato) partecipazioni a tempo confidavano sul diritto di disinvestire a data certa, diritto di cui non possono essere privati senza il loro consenso (esattamente come colui che ha esercitato legittimamente il recesso non può essere privato del diritto di essere liquidato): ne consegue, per coerenza, che sul piano del conflitto con gli altri soci, ed in assenza di una diversa disciplina statutaria, a quel diritto deve essere riconosciuto valore preminente rispetto all'interesse alla prosecuzione della società.

5. Le considerazioni che precedono influiscono anche sui temi della valutazione dell'ammontare della liquidazione spettante ai soci a tempo nonché sulla rappresentazione contabile delle partecipazioni a tempo.

In linea di principio si può ritenere che i criteri di determinazione del valore di disinvestimento siano liberamente negoziabili, e non coincidenti con quelli previsti negli artt. 2437 ter e 2473 c.c. Nella fattispecie, infatti, non sussistono né le ragioni di tutela del socio ricorrenti qualora si verificano cause legali di recesso, né quelle invocate in caso di espulsione dalla compagine sociale per volontà altrui (azioni riscattabili, esclusione, drag along). La soluzione organizzativa proposta presuppone la collaborazione del socio, che sceglie liberamente di sottoscrivere partecipazioni dotate della caratteristica della temporaneità, oppure accetta consensualmente l'apposizione del termine. In definitiva, quel socio accetta una scommessa sull'andamento della società.

L'unico limite sembra rappresentato dal divieto del patto leonino, che peraltro, alla luce delle tecniche di liquidazione esposte, pare venire in rilievo soprattutto con riferimento al rimborso attuato mediante acquisto delle partecipazioni da parte di altri soci o da parte di terzi, ovvero quando i mezzi provengano da sfere patrimoniali diverse dalla società.

Infatti, la dottrina che si è occupata della questione rispetto a fattispecie assimilabili sul piano degli effetti (riscatto azionario e recesso ad nutum) è dell'avviso che non ricorra il rischio di violazione del divieto nelle ipotesi di pagamento a carico della società, poiché il valore di rimborso non potrebbe eccedere l'ammontare delle riserve disponibili, e

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

pertanto “il socio uscente potrà essere sempre sottoposto al rischio di ottenere un valore di rimborso inferiore al valore reale o convenzionale al momento del distacco in società”.

Muovendo da tale proposta interpretativa, si può concludere che il rischio di violazione del divieto di patto leonino è certamente evitabile rispetto alla fattispecie delle partecipazioni a tempo introducendo la regola per la quale la liquidazione non può eccedere, in ogni caso, l'ammontare delle riserve disponibili o, qualora si debba procedere tramite la riduzione del capitale sociale, il valore nominale della partecipazione commisurato al capitale versato ed esistente alla data di liquidazione.

In termini più generali, si rileva che la previsione di un termine prima del quale la liquidazione non può essere pretesa sottopone il socio al rischio di perdita dell'investimento, poiché, entro detto termine, il capitale potrebbe essere perso in tutto o in parte, con conseguente annullamento (totale o parziale) anche delle partecipazioni a tempo.

Nella fattispecie, infatti, la liquidazione, anche se posta a carico di economie terze (diverse dalla società), presuppone che la partecipazione esista alla scadenza del termine finale, e non sia stata completamente erosa dalle perdite, alla partecipazione alle quali il socio non sarebbe dunque sottratto.

6. Le considerazioni espone sembrano fugare il dubbio che la previsione di un diritto alla liquidazione della partecipazione a termine fisso debba comportare la classificazione in bilancio delle partecipazioni a tempo fra le passività, in applicazione di quanto disposto dallo IAS 32, ai sensi del quale andrebbero annoverati fra le passività, e non nel patrimonio netto, gli strumenti che comportano a carico della società un obbligo di rimborso, fisso o determinabile, al cui adempimento la società non potrebbe sottrarsi.

Come rilevato, nella fattispecie il diritto del socio alla liquidazione è postergato e subordinato al pagamento di ogni altra categoria di partecipanti all'impresa e ai creditori della società.

Infatti, se non può avvenire (in ragione di quanto in precedenza esposto) o non avviene tramite mezzi patrimoniali provenienti dalla sfera patrimoniale di terzi (altri soci o terzi estranei alla società) – caso nel quale non rileva un debito sociale -, il rimborso del socio è posto a carico della frazione di patrimonio netto della quale i soci possono sempre liberamente disporre (riserve disponibili) oppure, qualora da porre a carico della frazione di patrimonio netto vincolata (capitale sociale), è subordinato alla mancata opposizione dei creditori; non può mai essere posto a carico della frazione di patrimonio netto indisponibile, destinata a soddisfare con preferenza i creditori sociali, senza il consenso di questi ultimi.

A tale argomentazione si aggiunga che in ogni caso la possibilità di liquidazione è condizionata all'esistenza della partecipazione alla scadenza fissata, ovvero al suo mancato annullamento, totale o parziale, causato da perdite.

Non si può dunque asserire che al momento dell'emissione delle partecipazioni a tempo sorga un debito incondizionato della società, tale da imporre di rappresentare gli apporti effettuati come passività anziché come componenti del patrimonio netto.

IL COMMENTO

Sommario: 1. Introduzione ed elementi salienti – 2. Considerazioni e conclusioni.

1. Introduzione ed elementi salienti

Il termine, strumento di autonomia negoziale di carattere tipicamente accidentale, nel diritto delle società, sia di persone che di capitali, ha sempre costituito un elemento caratterizzante il contratto di società¹ Sulla base di questa preliminare considerazione, è possibile cogliere la portata innovativa della massima n. 66/2018, elaborata dal Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, che, traslando l'elemento del termine dal contratto di società alla frazione del capitale sociale rappresentativa dell'investimento del singolo socio, teorizza la possibilità di emettere partecipazioni a tempo, ossia partecipazioni sociali, alle quali è apposto un termine finale di durata. Quest'ultimo, come avviene comunemente per i contratti in generale, potrà essere determinato, attraverso la previsione di una precisa data di calendario o della durata della partecipazione, ovvero determinabile *per relationem*.

La riflessione è stimolata dal disposto dell'art. 17, co. 3, del D. Lgs. 19 agosto 2016, n. 175 (c.d. Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica), ai sensi del quale nelle società a partecipazione mista pubblico-privata “*La durata della partecipazione privata alla società...non può essere superiore alla durata dell'appalto o della concessione*”. Questa fattispecie di partenza costituisce il presupposto in forza del quale la Commissione afferma la possibilità che lo statuto preveda l'emissione di partecipazioni a termine anche nelle società di diritto comune, tanto nelle S.p.A., quanto nelle S.r.l.

La legittimità dell'istituto viene ricavata sul piano sistematico in via induttiva, ossia partendo da alcune fattispecie, riconosciute in via normativa o interpretativa, produttive anch'esse dell'effetto di rendere – seppur solo potenzialmente – temporanea la partecipazione di un socio. E così, viene richiamata anzitutto la previsione di un diritto di recesso *ad nutum* in favore di un qualsiasi socio di società per azioni costituita a tempo indeterminato, le cui azioni non siano negoziate su un mercato regolamentato², tale diritto dev'essere esercitato con un preavviso di almeno sei mesi, che lo statuto può incrementare fino ad un anno (secondo quanto previsto dagli artt. 2437, co. 3 e 2473, co. 2, cod. civ., rispettivamente per le S.p.A. e le S.r.l.)³. Inoltre, si ricorda la possibilità, per

¹ Cfr. artt. 2295, co. 1, n. 9 e 2328, co. 1, n. 13, cod. civ. Dal testo delle due disposizioni, peraltro, parrebbe che il termine costituisca elemento essenziale del solo contratto costitutivo di società di persone, potendo le società di capitali essere costituite anche a tempo indeterminato. Una parte della dottrina e della giurisprudenza, tuttavia, ritiene che anche le società di persone regolari possano essere costituite a tempo indeterminato. Su tutti, si vedano GALGANO, *Le società in genere. Le società di persone*, Milano, 2007, p. 373 e Trib. Genova, 18 febbraio 1985, in *Nuova giur. civ.*, I, 1986, p. 251, con nota di FUSARO.

² La *littera legis* indurrebbe ad escludere l'applicabilità della disposizione alle società emittenti titoli quotati su una sede di negoziazione diversa da un mercato regolamentato (*i.e.* un sistema multilaterale di negoziazione, quale il mercato AIM Italia, organizzato e gestito da Borsa Italiana): per ragioni di coerenza sistematica, parrebbe opportuno estendere l'applicazione della norma anche a tali società.

³ In questa fattispecie, l'attribuzione di un diritto di recesso svolge la funzione non di tutela delle minoranze a fronte dell'adozione di delibere che dispongono modifiche essenziali del contratto sociale, quanto piuttosto di temperamento alla durata potenzialmente illimitata del vincolo sociale.

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

lo statuto delle sole società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, di prevedere cause di recesso ulteriori rispetto a quelle legali, al fine di consentire al socio di disinvestire ove si verificano eventi sfavorevoli, verosimilmente di natura economica, quali ad esempio la mancata distribuzione di dividendi, pur in presenza di utili, per 3 esercizi consecutivi o la chiusura di una unità operativa⁴. Ancora, si fa riferimento alle c.d. clausole di *drag-along* e di *tag-along*, non riconosciute in via normativa nel nostro ordinamento, ma importate da prassi commerciali anglosassoni, in particolare dai fondi di *private equity*, che però hanno ormai trovato pieno riconoscimento nell'ambito delle operazioni societarie straordinarie sul mercato italiano. Si tratta di particolari clausole apposte ai patti parasociali tipicamente stipulati al fine di regolare i rapporti tra soci acquirenti e soci venditori, il cui contenuto varia a seconda che oggetto di cessione sia una quota di maggioranza o di minoranza: la clausola di *tag-along* (o di co-vendita) obbliga il socio di maggioranza che intende alienare la propria partecipazione a far acquistare dal terzo compratore anche le partecipazioni del socio di minoranza, alle medesime condizioni; la clausola di *drag-along* (o di trascinamento), invece, attribuisce al socio di maggioranza il diritto di vendere, insieme alla propria partecipazione, anche le azioni del socio di minoranza, sempre alle medesime condizioni⁵.

Come viene correttamente precisato, il termine finale potrà essere apposto solo ad alcune partecipazioni sociali, in quanto, laddove questo le connotasse tutte, finirebbe per coincidere col termine finale di durata della società nel suo complesso. Sulla base di tale presupposto, le partecipazioni a tempo vengono giuridicamente qualificate come categoria o classe speciale di azioni, quando emesse da una S.p.A.⁶ e come quote che attribuiscono particolari diritti a un singolo socio quando emesse da una S.r.l.⁷.

Essendo certo *ex ante* sia l'*an* sia il *quando* della cessazione del rapporto sociale, l'aspetto più importante – ma al tempo stesso maggiormente problematico – dell'istituto attiene alla disciplina della liquidazione del socio a tempo. Benché la scadenza del termine finale produca sugli assetti proprietari un risultato equivalente a quello derivante dall'esercizio di un diritto di recesso, non si ritengono applicabili né il procedimento di liquidazione disciplinato dall'art. 2437-*quater* cod. civ. per le S.p.A. né la disciplina del rimborso della partecipazione ex art. 2473 cod. civ. per le S.r.l. E la ragione sta nell'essenza stessa della partecipazione: essendo il termine apposto non tanto all'investimento del singolo socio quanto alle partecipazioni rappresentative di tale investimento, alla scadenza del termine, necessariamente, quelle partecipazioni cesseranno di esistere.

La massima individua tre possibili alternative per disciplinare le conseguenze della scadenza del termine, rimettendo la scelta all'autonomia statutaria: (i) conversione in

⁴ La dottrina è concorde nel ritenere, pertanto, che lo statuto debba indicare situazioni specifiche in presenza delle quali il socio può recedere, non essendo ammesso un recesso libero (ad esempio, per giusta causa). Così TOFFOLETTO, in *Riv. dir. comm.*, I, 2004, p. 372; ma in senso contrario Cons. not. Milano, *Massima n. 74*, 22 novembre 2005.

⁵ Per un approfondimento, si veda PICCOLO, *L'importazione delle clausole di co-vendita e di trascinamento nell'ordinamento giuridico italiano*, in *La nuova giur. civ. comm.*, I, fasc. 7-8, 2006, pp. 386-401.

⁶ Art. 2348, co. 2, cod. civ.

⁷ Nelle quali non è ammessa, in generale, la creazione di categorie di quote, salvo le *start-up* innovative e le PMI costituite in forma di S.r.l., per le quali lo statuto può prevedere la creazione di quote fornite di particolari diritti (cfr. art. 26, co. 2, D. L. 179/2012).

partecipazioni ordinarie e liquidazione del socio a tempo mediante acquisto delle partecipazioni da parte degli altri soci, di terzi ovvero della società; (ii) riduzione nominale del capitale e rimborso delle azioni al socio a tempo; (iii) scioglimento della società.

Nel silenzio dello statuto sul punto, invece, si ritiene applicabile quest'ultima soluzione, in forza del principio per cui la tutela del diritto al disinvestimento ad una data certa debba prevalere sull'interesse alla prosecuzione dell'attività della società.

Nelle ipotesi di conversione in partecipazioni ordinarie o di riduzione del capitale, il socio a tempo potrà liberamente negoziare valore di liquidazione delle partecipazioni con la società o con l'acquirente, salvo il divieto di patto leonino di cui all'art. 2265 cod. civ. Tale divieto verrebbe in rilievo soprattutto nel caso in cui la partecipazione venga rimborsata mediante acquisto da parte degli altri soci o di terzi. Invece, nelle ipotesi in cui il rimborso avvenga mediante utilizzo di mezzi finanziari provenienti dalla sfera patrimoniale della società (acquisto di azioni proprie o rimborso del capitale), il rischio di violazione del divieto di patto leonino può essere evitato prevedendo che il valore di liquidazione non possa in ogni caso eccedere (i) l'ammontare delle riserve disponibili, nel caso di conversione in partecipazioni ordinarie e acquisto da parte della società e (ii) in caso di riduzione del capitale, il valore nominale della partecipazione in proporzione al capitale versato ed esistente al momento della scadenza del termine. In quel momento, infatti, il valore della partecipazione potrebbe essere stato anche eroso, in tutto o in parte, dalle perdite: in questo modo, si previene il rischio che il socio a termine sia sottratto da ogni partecipazione alle stesse.

Quest'ultima considerazione agevola l'individuazione delle modalità di rappresentazione in bilancio delle partecipazioni a tempo. In particolare, l'alternativa tra l'imputazione a patrimonio netto e la classificazione tra le passività viene risolta in favore della prima: alla luce del fatto che la liquidazione della partecipazione è subordinata alla sua esistenza al momento della scadenza, non sorge un debito incondizionato della società nei confronti del socio.

2. Considerazioni e conclusioni

Considerata la portata fortemente innovativa della massima, non è possibile tracciare un quadro preciso e sistematico dei principali orientamenti dottrinali e giurisprudenziali sul tema, che ancora non si sono formati, ma che pur saranno necessari qualora lo strumento delle partecipazioni a tempo dovesse riscuotere successo nella prassi e diffondersi sul mercato. Ciò non impedisce, tuttavia, di formulare alcune brevi riflessioni, in attesa di sviluppi meglio definiti.

Dal punto di vista degli interessi economici, l'emissione di partecipazioni a termine potrebbe consentire alla società di raccogliere capitali di rischio per il tempo strettamente necessario a finanziare l'avvio di un'attività d'impresa, assicurando al tempo stesso all'investitore un exit, che potrebbe risultare vantaggioso, specie nei casi in cui manchi del tutto un mercato secondario. La massima fornisce gli spunti per interessanti evoluzioni del diritto societario, offrendo alle start-up innovative e alle PMI in generale la possibilità di gestire i rapporti con gli investitori direttamente in via statutaria, senza la necessità di ricorrere ad accordi esterni o patti parasociali. In particolare, nell'ambito dell'equity crowdfunding ciò rappresenta una ulteriore possibilità di gestire l'ingresso

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

di soci che abbiano la qualifica di meri investitori a tempo, favorendo così l'accesso delle PMI al mercato dei capitali. Inoltre, l'istituto potrebbe stimolare la fantasia degli operatori di mercato, costantemente alla ricerca di soluzioni innovative, per esempio prevedendo, alla scadenza del termine, la conversione delle partecipazioni a termine in obbligazioni o in strumenti finanziari partecipativi.

Ciò detto sul piano finanziario più concreto, non può prescindersi anche da alcune considerazioni sul piano giuridico-teorico, che la fattispecie e le relative argomentazioni innescano.

Un primo dubbio sorge dal riferimento normativo da cui ha origine la fattispecie in esame. L'art. 17, co. 3, del T.U. in materia di società a partecipazione pubblica, a ben vedere non delinea alcuna fattispecie astratta qualificabile come partecipazione a tempo, ma costituisce una tipica norma di relazione, che delinea i limiti esterni all'esercizio di un potere amministrativo, tracciando i confini tra la sfera giuridica della PA e quella dei privati, a tutela del principio di imparzialità dell'amministrazione pubblica. L'applicazione del criterio analogico che conduce a traslare la legittimità delle partecipazioni a termine dalle società a partecipazione mista alle società di diritto comune sembrerebbe mancare del suo stesso presupposto, ossia la fattispecie di partenza oggetto di analogia.

Similmente, non convince del tutto il riferimento alle fattispecie di diritto societario richiamate al fine di sostenere l'assenza di ostacoli di carattere sistematico alla legittima emissione di partecipazioni sociali a termine: tutte le ipotesi prese in considerazione (recesso, esclusione del socio, *tag along* e *drag along*) hanno ad oggetto eventi futuri ed incerti, a differenza di quanto avviene nelle partecipazioni a termine, dove lo scioglimento del rapporto sociale rappresenta un evento futuro e certo, sia nell'*an* che nel *quando*. Volendo avvalersi di un parallelo con la teoria generale dei contratti, pare che le fattispecie richiamate siano assimilabili ad una condizione risolutiva, piuttosto che ad un termine finale di durata.

Corretta è invece la precisazione relativa alla necessità che il termine finale di durata acceda solo ad alcune e non a tutte le partecipazioni, equivalendo altrimenti al termine complessivo di durata della società. Non altrettanto condivisibile è la qualificazione giuridica delle partecipazioni ad tempus quale categoria speciale di azioni ovvero quali quote che attribuiscono diritti particolari a singoli soci: le lettere dell'art. 2348 e dell'art. 2468, c.c. fanno riferimento, rispettivamente, a "diritti diversi" e a "diritti particolari riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili". Tuttavia, le partecipazioni a tempo non sembrano introdurre alcuna deroga al principio *one share, one vote* né alterare la partecipazione del socio agli utili o alle perdite. Esse, dunque, si distinguerebbero da azioni e quote ordinarie esclusivamente sul piano della durata: per tutto il tempo in cui il titolare di tali partecipazioni è socio, egli gode ed esercita tanto i diritti amministrativi, quanto i diritti patrimoniali in maniera equivalente agli altri soci titolari di azioni o quote ordinarie.

Al tempo stesso, tuttavia, è doveroso notare come l'orizzonte temporale più ristretto dell'investimento possa influenzare le modalità di esercizio di un medesimo diritto sociale rispetto ai titolari di partecipazioni "a tempo pieno". Si pensi, ad esempio, ad un'operazione di investimento che si prevede produrrà risultati entro un termine

successivo alla durata della partecipazione di un socio a tempo: quale potrebbe essere l'interesse di quest'ultimo a votare favorevolmente in assemblea?

L'aspetto che solleva le maggiori problematiche, tuttavia, è quello relativo alle conseguenze derivanti dalla cessazione del rapporto sociale e dalle modalità di liquidazione del socio a tempo. Come anticipato, alla scadenza del termine si prospettano tre possibili soluzioni: (i) conversione in partecipazioni ordinarie e liquidazione del socio mediante acquisto delle azioni da parte degli altri soci, dei terzi o della società nelle S.p.A. e accrescimento delle quote degli altri soci nelle S.r.l.; (ii) riduzione nominale del capitale sociale e (iii) scioglimento della società. Quest'ultima soluzione appare particolarmente drastica, specialmente se lo strumento delle partecipazioni a termine intende favorire investimenti in società neocostituite, quali le start-up innovative. Anche la riduzione del capitale sociale pare una strada difficilmente percorribile, a causa delle problematiche che comporterebbe sul piano pratico. La riduzione del capitale, infatti, è un'operazione potenzialmente pericolosa per i soci di minoranza e per i creditori sociali ed è pertanto presidiata da alcune cautele di carattere procedimentale. Tra queste, l'attribuzione di un diritto di opposizione in favore di ciascun creditore, tale prima dell'iscrizione della delibera di riduzione del capitale nel registro delle imprese, che vedrebbe così ridotta la garanzia patrimoniale del proprio debitore. In particolare, risulta difficoltosa l'individuazione degli effetti che si produrrebbero in caso di accoglimento dell'opposizione da parte del tribunale.

La soluzione più coerente, che in ogni caso necessiterebbe di un placet normativo o quantomeno giurisprudenziale, è quella di prevedere in ogni caso la conversione automatica della partecipazione a tempo in partecipazione ordinaria o altro strumento finanziario: ciò assicurerebbe ai soci fondatori i capitali necessari alla realizzazione del proprio progetto imprenditoriale e agli investitori la monetizzazione dell'investimento. Eventualmente, laddove questi ultimi manifestassero la volontà di restare all'interno della compagine sociale quali soci ordinari, potrebbe prevedersi l'attribuzione di un diritto di opzione in loro favore in sede di assegnazione delle partecipazioni ordinarie.

Corretta appare invece la regola della rappresentazione contabile mediante imputazione a patrimonio netto, trattandosi di strumenti di capitale e non di debito.

Infine, un'ultima questione, non espressamente affrontata dalla massima, attiene alla possibilità di trasferire la partecipazione a termine prima della scadenza dello stesso: alla luce del fatto che il termine accede alla partecipazione in sé e non all'investimento sottostante di uno specifico socio, non sembrerebbe riscontrabile, in via teorica, alcun ostacolo alla circolazione della partecipazione, purché, ex bona fide, l'acquirente sia messo a conoscenza del carattere temporaneo della stessa.

.

*Commento all'Orientamento numero 67 del 2018 dell'Osservatorio Società del
Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato*

AZIONI RISCATTANDE, PREZZO DI VENDITA E PATTO LEONINO

ANNALISA ZORZUT

L'ORIENTAMENTO

La Massima

Lo statuto di una società per azioni può legittimamente creare categorie di azioni che incorporano il diritto ad ottenere il loro acquisto ad opera di altri soggetti (c.d. "azioni riscattande").

Ai fini della validità delle azioni riscattande non trovano applicazione i limiti previsti per la diversa categoria tipica delle azioni riscattabili (art. 2437-sexies cod. civ.); lo statuto potrà pertanto prevedere criteri di determinazione del prezzo di vendita più penalizzanti e termini di pagamento meno favorevoli rispetto a quelli indicati per la liquidazione della quota del socio receduto, ai sensi degli artt. 2437-ter e 2437-quater cod. civ.

Qualora onerati dell'acquisto siano i titolari di altre categorie di azioni, la legittimità della clausola presuppone che la determinazione del prezzo di vendita abbia luogo sulla base di parametri collegati – anche soltanto in parte (purché non irrisoria) – all'effettivo valore della società o, in alternativa, sia inferiore al prezzo di acquisto delle azioni; in caso di prezzo predeterminato a priori in una misura fissa, pari o superiore al prezzo di acquisto, la validità della previsione statutaria presuppone che il diritto al riscatto sia subordinato al verificarsi di condizioni non meramente potestative.

Ove, invece, onerata sia la società medesima, la sussistenza dei limiti di legge all'acquisto delle azioni proprie, cui l'operazione dovrebbe essere espressamente assoggettata, è condizione sufficiente ad assicurare la legittimità di qualsiasi previsione statutaria circa la determinazione del prezzo di vendita delle azioni riscattande.

La Motivazione

1) La fattispecie ed il quesito

La prassi societaria e la spinta verso una sempre più crescente "statutarizzazione" degli accordi tra soci, a scapito dello spazio in precedenza presidiato dai patti parasociali, ha

portato ad approfondire la possibilità di disciplinare categorie di azioni dotate di diritti di riscatto.

Tradizionalmente l'indagine sulle clausole statuarie di riscatto prende le mosse dalla necessità di costruire un apparato regolamentare rispetto a situazioni di fatto - vedi per tutti il caso della morte di un socio e la disciplina della sua successione dal punto di vista societario – o sanzionatorio per il mancato rispetto di obblighi assunti dai soci; con la riforma del 2004 il panorama è arricchito dall'esplicito riconoscimento delle azioni riscattabili-cfr. art. 2437-sexies cod.civ.- e dalla riflessione sulla possibilità di creare vere e proprie categorie speciali di azioni imperniate sull'esistenza di prerogative varie di riscatto.

Il successivo passaggio, basato sia su un'interpretazione estensiva dell'art. 2437-sexies cod.civ. stesso sia sull'acquisita "atipicità" delle categorie azionarie, è stato quello di sondare se fosse immaginabile replicare anche nel tessuto societario italiano una categoria di azioni connotata non da un diritto di riscatto da intendersi come opzione di acquisto (call), bensì come opzione di vendita (put), mutuando istituti presenti ed applicati in altri ordinamenti: la differenza è sostanziale, poiché rispetto alla previsione del codice civile circa la possibile costruzione del riscatto come situazione di soggezione ad un altrui volere di acquisto, si tratta di immaginare sempre una prerogativa di riscatto, ma quale situazione di soggezione ad un altrui volere di vendita; in sostanza, da una posizione passiva, che subisce l'acquisto deciso da altri, ad una situazione attiva, che impone l'acquisto ad altri, i quali ultimi versano parallelamente in uno stato di soggezione all'altrui volere tipico del diritto potestativo.

L'esigenza posta dalla prassi e gli interessi sottesi ad una tale costruzione sono noti e rilevanti: poter infatti creare una sicura via d'uscita all'investimento azionario al verificarsi di determinate condizioni, od in base alla semplice volontà del titolare, può permettere di gestire numerose situazioni che richiedono un sostegno finanziario - si pensi alla fase di start up di una società, al momento in cui deve avviarsi un'espansione geografica o su nuovi mercati che richiede un particolare impegno, ad una temporanea situazione di crisi finanziaria - a fronte del quale l'investitore, il fondo di private equity od anche il venture capitalist, soggetti tutti differenti da un semplice finanziatore bancario o detentore di strumenti finanziari, richiedono poteri compatibili unicamente con lo status di socio ed al contempo una tendenziale certezza sui profili temporali ed economici della possibile chiusura dell'operazione; in questa direzione un'opzione è concessa dall'utilizzo del recesso, ma sono noti i dubbi che comporta una sua massiccia utilizzazione convenzionale.

2) La soluzione

Si ritiene di poter dare alle suesposte esigenze una risposta positiva, giudicando legittima la creazione di una categoria azionaria imperniata sul diritto "diverso" avente quale contenuto la possibilità di imporre l'acquisto dei propri titoli azionari ad altri soggetti. Tale soluzione pare condivisa dagli Autori che hanno indagato sul punto ed ha già ricevuto autorevoli avalli anche dalla dottrina notarile.

Le c.d. azioni "riscattande", peraltro, pongono una serie di problemi e questioni differenti rispetto alle maggiormente indagate azioni riscattabili, alcuni di facile soluzione, come vedremo a breve, altri dagli incerti confini, nei limiti in cui toccano un

tema delicato come l'esatto perimetro di applicazione del patto leonino, con lo spettro della possibile conseguente grave sanzione della nullità.

La costruzione della regola qualificante la categoria dovrà quindi tener conto di variabili quali il soggetto onerato dell'obbligo, le modalità, anche temporali, dell'esercizio del diritto e soprattutto dei criteri di determinazione del prezzo di vendita. Qualora il soggetto onerato sia la stessa società, i limiti legali all'acquisto di azioni proprie dovrebbero essere esplicitamente richiamati come limiti all'operatività dell'obbligo di acquisto, al fine di escludere che possa porsi, nei rapporti fra socio che intende vendere e società obbligata ad acquistare, una questione di eseguibilità della prestazione nonostante l'inesistenza di riserve da utilizzare per l'acquisto: la riduzione del capitale, infatti, sarebbe astrattamente possibile ma si porrebbe poi il problema di quale disciplina debba scattare-scioglimento della società o impedimento all'acquisto delle azioni- a fronte dell'eventuale opposizione dei creditori alla riduzione medesima.

3) Le modalità di esercizio dell'opzione put ed alcune prime considerazioni in ordine alla determinazione del prezzo di vendita

Come ogni clausola statutaria che disciplina un trasferimento di partecipazioni, sarà opportuno regolare attentamente presupposti, modi e tempi delle comunicazioni che il titolare del diritto potestativo di vendita dovrà effettuare, nonché il procedimento successivo, ossia il perfezionamento del negozio traslativo; sin qui niente di differente o peculiare rispetto alla costruzione di un'efficace clausola-vedi la prelazione su tutte-relativa alla circolazione delle azioni.

Sotto il profilo dei presupposti di esercizio del diritto potestativo si registra un generale consenso sul fatto che l'opzione possa essere ancorata ad eventi vari, che riguardano l'andamento della società (il raggiungimento o mancato raggiungimento di determinati obiettivi prefissati), situazioni riferibili ai suoi soci (entrata od uscita di certi soggetti dalla compagine), circostanze esterne (l'ammissione alla quotazione od il de-listing), sussistendo un'area di dubbio solo in ordine alla sua configurabilità ad nutum, che sarà poco oltre analizzata avendo riflessi anche su altri piani della disciplina.

Un primo punto di particolare delicatezza in materia di riscatto attiene al profilo temporale, ossia alla determinazione del periodo entro il quale il socio è legittimato all'esercizio del diritto potestativo. La riflessione, come sarà anche per i profili patrimoniali, è necessariamente diversa da quella sulle azioni riscattabili, in quanto in tale caso la situazione di soggezione del socio all'altrui potere, in grado di porre fine al rapporto associativo, rende necessaria una delimitazione sul piano temporale, individuando termini iniziali e/o finali, scadenze fisse o periodi predeterminati, se non almeno delle condizioni e/o presupposti di esercizio: ciò per ovviare alla sottoposizione del socio all'arbitrio della maggioranza, ove il riscatto fosse prerogativa della società, o degli altri soci titolari del diritto. Nel caso in esame, invece, vi sono evidenti affinità con il diritto di recesso convenzionale ad nutum, al cui dibattito si può in questa sede rimandare per una definizione della questione: nei limiti in cui, infatti, si ritenga tale previsione contraria ai principi regolanti la società per azioni, si dovrà ritenere necessaria la delimitazione di un profilo temporale anche per l'esercizio del diritto qualificante le azioni riscattande; ove invece lo si reputi legittimo, come lo si ritiene, non vi sarà esigenza alcuna di intervento, potendo quindi configurare l'opzione di vendita del socio titolare delle azioni anche come illimitata, salvo trovare un termine massimo nella

durata stessa della società. Aderendo a questa seconda soluzione, infatti, non valgono per i motivi appena ricordati le considerazioni sulla teoria generale dell'opzione, che in mancanza di un termine fissato dalle parti-cfr. 1331 cod.civ.- ne rimettono l'individuazione al giudice; né si porrebbe alcuna questione circa la sostanziale conversione/riqualificazione della categoria delle azioni riscattande in ordinarie, ove l'opzione di vendita delle azioni in questione fosse l'unico elemento qualificante la categoria medesima.

Una rilevante conseguenza del sostanziale accostamento della disciplina delle azioni riscattande al diritto di recesso ad nutum è quella secondo cui anche per esse opera il divieto posto dall'art. 2437, comma 4, cod.civ., ossia l'impossibilità di prevedere ulteriori cause di recesso - rectius categorie di azioni riscattande - per quelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Un secondo elemento di analisi, rilevante per le soluzioni del problema della determinazione del prezzo di vendita, è rappresentato dall'individuazione del soggetto onerato, per il quale possono farsi sostanzialmente due ipotesi. E' indubbio, in linea astratta, che lo statuto possa individuare liberamente i soggetti tenuti all'acquisto in caso di esercizio del diritto, ma detta possibilità soffre un limite fisiologico derivante dalla non coercibilità della posizione di terzi, differenti dai soci e dalla società stessa: se infatti la dottrina nell'ambito del potere attivo di riscatto - inteso come prerogativa di acquistare le altrui partecipazioni - ha compreso anch'essi, in tal caso beneficiari di un diritto che potranno liberamente esercitare pur non essendo vincolati da alcuna pattuizione sociale o parasociale formalmente sottoscritta, nella situazione in esame, che configura invece un riscatto passivo - ossia la prerogativa di subire l'altrui decisione ed essere quindi soggetti all'obbligo di acquisto delle altrui partecipazioni - appare arduo costruire una clausola che imponga un vincolo giuridico ad un soggetto che non ha assunto né mai sottoscritto alcun impegno.

Stando invece all'alternativa ammissibile, che inquadra come soggetti passivi unicamente gli altri soci e/o la società medesima, si deve notare come, in un primo approccio alla questione della determinazione del prezzo di acquisto, ove sia la società ad essere onerata l'autonomia statutaria incontra un primo, invalicabile, limite legale espresso nella disciplina dell'acquisto di azioni proprie. L'art. 2357 cod.civ. rappresenta infatti una soglia di equilibrio patrimoniale operante nella disciplina del recesso, fatta salva l'eccezionale deroga prevista dall'art. 2437-quater comma 5, ed in quella delle azioni riscattabili, in virtù del richiamo effettuato dall'art. 2437-sexies: se quindi tale norma opera in ipotesi nelle quali la legge offre un diritto di recesso legale al socio, presidiato dalla previsione dell'ultimo comma dell'art. 2437, e quando la disciplina statutaria concede alla società un diritto di acquisto di determinate azioni (appunto quelle riscattabili), non si può ritenere che la fattispecie delle azioni riscattande possa derogarvi; ciò ancor più ove si ritenga ammissibile la figura delle azioni riscattande ad nutum, come ricordato in precedenza.

Il profilo della determinazione del prezzo, analizzato dalla visuale del socio titolare del diritto di opzione di vendita, non presenta invece particolari problemi: la situazione attiva, radicalmente differente dal pati cui sono sottoposti gli azionisti nel caso delle azioni riscattabili, così come si è visto in precedenza permette soluzioni meno rigide nella costruzione dei profili "temporali" del diritto di categoria, concede anche ampi margini

di manovra in relazione al quantum. L'esercizio di un diritto di vendita attribuito dall'autonomia statutaria non pone infatti esigenze di individuazione di valori minimi da riconoscere al socio che sceglie di dismettere la partecipazione, a differenza delle azioni riscattabili connotate dal richiamo alla disciplina del recesso, ed in particolare agli artt. 2437 ter e quater: il punto è pacifico, ad esempio, nel dibattito sviluppatosi sulla determinazione del valore di recesso per la cause cosiddette convenzionali, introdotte dallo statuto e configuranti opzioni aggiuntive di exit per il socio rispetto a quelle legali; analogamente la giurisprudenza e la dottrina formatesi sul tema delle clausole di drag-along (clausole di trascinamento) e tag-along (clausole di co-vendita), hanno opportunamente distinto i piani individuando limiti ben precisi, coincidenti con la soglia minima prevista per le ipotesi di recesso legale, nel caso di trascinamento, quando sussiste soggezione all'altrui decisione, ed invece una pressoché totale apertura nell'opposto caso del diritto di co-vendita.

Per le azioni riscattande, quindi, è ben possibile prevedere che in occasione dell'esercizio del diritto di vendita: i) scattino meccanismi di fissazione del prezzo peggiorativi rispetto alla valorizzazione di mercato ed ai criteri di liquidazione applicabili in caso di recesso legale, che ad esempio prevedano sconti o parametri vari di penalizzazione; ii) si applichino criteri di determinazione del prezzo alternativi rispetto a quelli costituenti le best practices; iii) si prevedano condizioni di pagamento non contestuali, dilazionate nel tempo; iv) si fissino ulteriori modalità e termini rimessi puramente all'autonomia delle parti.

4) Il prezzo di vendita ed il divieto del patto leonino

Fissati alcuni primi parametri di delimitazione della fattispecie, resta da affrontare il tema centrale in ordine alla determinazione del prezzo, ossia il rapporto tra il diritto di vendita incorporato nelle azioni in questione ed il divieto del patto leonino, principio espresso dall'art. 2265 cod.civ. ma di portata generale per pacifica interpretazione ed applicazione.

Nulla quaestio ove la previsione statutaria contempra il diritto di far acquistare le azioni ad un prezzo non prefissato ma da determinare in base a parametri che sostanzialmente rimandano al loro valore di mercato, ad esempio rifacendosi al valore di liquidazione in caso di recesso, poiché in questi casi vi è una piena sopportazione del rischio d'impresa da parte del titolare dell'opzione di vendita. Allo stesso modo, una clausola che rimandi la fissazione del valore di vendita alla determinazione di un terzo, in funzione di arbitratore, senza dettare parametri minimi vincolanti per quest'ultimo, soddisfa pienamente l'esigenza di esporre il valore della partecipazione al reale andamento della società e si mostra quindi del tutto rispettosa del principio in questione.

Tutte le volte in cui, invece, in cui il prezzo di vendita: a) sia predeterminato in modo fisso, garantendo un recupero dell'investimento iniziale, se ad esso uguale, o addirittura una remunerazione minima, se ad esso superiore; b) sia individuato in base parametri "mobili", che apparentemente tengono conto dell'andamento della società ma subiscono poi dei correttivi che producono una sostanziale sterilizzazione del rischio d'impresa; diviene necessario un approfondito confronto con i risultati del dibattito in materia di patto leonino.

Una prima importante distinzione da effettuare per formulare un giudizio attendibile sulla presunta “leoninità” del prezzo di vendita delle azioni è quella basata sul soggetto onerato dell’acquisto: ove infatti lo statuto individui la società quale soggetto passivo del diritto potestativo, mutuando alcune delle conclusioni condivise da dottrina e giurisprudenza sugli indici che escludono una violazione del divieto in questione, si può affermare che i limiti legali posti alla possibilità di acquisto di azioni proprie dall’art. 2357 cod.civ. soddisfano pienamente il criterio e rendono legittima la previsione. Se anche la clausola statutaria infatti imponesse limiti minimi di valore di acquisto delle azioni, così garantendo al ribasso – floor – il titolare dall’eventuale andamento negativo della società, il fatto che la clausola richiami esplicitamente, quale condizione per l’acquisto, la condizione legale della sussistenza “degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall’ultimo bilancio regolarmente approvato”, rappresenterebbe un sufficiente elemento di alea per escludere la sostanziale eliminazione del rischio di impresa e quindi la violazione del patto leonino.

L’esempio del cosiddetto floor di valore non è casuale, poiché la maggioranza degli investitori a termine nel capitale, ossia coloro che scelgono la veste di azionisti per fornire un sostegno temporaneo alla società volendosi peraltro garantire un disinvestimento programmato nel tempo, richiedono anche condizioni certe di uscita. E tramite dette condizioni sovente si vuole almeno sterilizzare il rischio di perdita, se non anche, spesso, garantirsi una remunerazione dell’investimento – quasi che fosse un tasso di interesse – sganciata dall’andamento della società medesima, remunerazione destinata a crescere in funzione del raggiungimento degli obiettivi prefissati al momento dell’accordo: in tali casi, a prescindere dal concreto tenore dell’accordo economico sottostante e dall’effettiva remunerazione che la clausola statutaria sulle azioni riscattande voglia garantire, l’accettazione della società quale soggetto esclusivo tenuto all’acquisto delle azioni è condizione necessaria e sufficiente a fugare ogni dubbio sulla leoninità dell’accordo, grazie all’incertezza relativa alla possibilità di vendita a quello specifico valore negoziato, derivante dall’operatività dei limiti legali all’acquisto di azioni proprie.

Quando invece soggetti all’obbligo di acquisto della partecipazione sono gli altri soci, o comunque parte di essi, il discorso diviene più complesso, in quanto non opera alcun limite legale alla determinazione del prezzo, se non appunto il divieto del patto leonino, e si rende applicabile la conseguente griglia di soluzioni, spesso non condivise unanimemente da dottrina e giurisprudenza.

Muovendo da alcune prime, pacifiche conquiste di quel dibattito, può dirsi che non solo quando il prezzo sia interamente collegato agli effettivi risultati della società, ma anche quando esso risenta in modo consistente, purché non irrisorio, del suo andamento, siamo sicuramente distanti da ogni indice di leoninità; a maggior ragione, come spiegato nella massima, ciò vale quando il prezzo di vendita rappresenti sì un floor, ma inferiore al prezzo di acquisto, purché anche in questo caso si tratti di una differenza sensibile e non simbolica; in quest’ultima ipotesi, infatti, l’investitore-azionista di categoria, ove la società non consegua risultati positivi, comunque sopporta una perdita, anche se inferiore a quella che avrebbe subito in mancanza di un qualsiasi valore minimo di vendita, e non viene escluso dal rischio d’impresa, di cui risente anche se in modo temperato.

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

Altri due accorgimenti che possono produrre un alto grado di affidabilità della clausola statutaria in questione sono i seguenti: i) la previsione di una condizione, intesa in senso tecnico come elemento futuro ed incerto non dipendente né controllabile dalla volontà di una delle parti interessate, sgancia totalmente dalla dimensione “leonina” la categoria, in quanto espone il titolare ad una variabile esogena che influisce sul quantum ricavabile dalla vendita; ii) la non proporzionalità del prezzo di vendita rispetto alla percentuale di capitale sociale per il quale si esercita l’opzione, situazione assimilabile a quella precedentemente esposta del prezzo di vendita minimo inferiore in modo sensibile al valore di acquisto, in quanto realizza una sorta di “abbattimento” del valore che genera automaticamente una soggezione al rischio d’impresa ed esclude l’immunizzazione dalle perdite subite dalla società.

Una prospettiva sino a tempi recentissimi rischiosa, quantomeno per l’atteggiamento compatto che aveva sinora mostrato sul punto autorevole giurisprudenza di merito, è quella di prevedere meccanismi ancor più raffinati volti alla sterilizzazione di ogni rischio di impresa, in quanto idonei non solo a garantire un prezzo minimo delle azioni, ma addirittura a riconoscere quale valore di vendita, e quindi quale maggiorazione di esso, importi commisurati agli eventuali versamenti effettuati a vario titolo a patrimonio o vere e proprie ricapitalizzazioni sostenute dal titolare delle azioni riscattande prima dell’esercizio dell’opzione di vendita. Sul punto mostra invece significative aperture la recentissima Cass. n. 17498 del 4 luglio 2018, che proprio sul medesimo caso analizzato dai giudici milanesi, con un’articolata motivazione ed un’analisi attenta del caso concreto e delle sue specifiche circostanze, riconosce la piena legittimità della pattuizione che prevedeva non solo un’opzione put a prezzo predeterminato, ma anche l’aggiunta di interessi sull’importo dovuto ed il rimborso dei versamenti operati nelle more a favore della società.

Rimangono invece alcuni casi dubbi, in ordine ai quali l’esistenza di un corposo dibattito e di autorevoli voci critiche consigliano la massima prudenza: ci riferiamo innanzitutto alla nota tesi secondo cui a fronte della privazione di poteri di gestione in capo all’investitore a termine conseguirebbe il pieno rispetto del principio, in quanto alla sostanziale sterilizzazione dal rischio d’impresa corrisponderebbe allo stesso tempo anche l’esclusione da ogni prerogativa imprenditoriale/amministrativa e da ogni correlato potere; ovviamente nel caso di una categoria azionaria e nel contesto di una S.p.A. il concetto andrebbe rimodulato, intendendolo come un’inibizione dall’esercizio del voto, se non totale almeno riferita a materie di competenza dell’assemblea ordinaria quali la nomina degli amministratori e l’approvazione del bilancio.

Una seconda area nebulosa è quella rappresentata dal profilo temporale, ma analizzato sotto una visuale differente da quello approfondita in precedenza: una diffusa tesi conclude per la non leoninità degli accordi, siano essi sanciti in un patto parasociale o in una regola statutaria - e questa seconda sarebbe l’ipotesi che ci interessa -, che rendono particolarmente contenuta sotto il profilo temporale la possibilità di realizzazione dell’investimento a valori prefissati. Nel caso in questione, la previsione di una durata limitata dell’opzione, della sua esercitabilità in una finestra temporale molto circoscritta, od anche una possibile conversione automatica delle azioni riscattande in tempi brevi - conversione automatica che, si intende, faccia perdere la loro peculiare caratteristica legata all’opzione di vendita - potrebbe rappresentare un correttivo adeguato; altra ipotesi, differente ma sempre attinente al profilo temporale, sarebbe

quella in cui l'opzione non potrebbe essere esercitata prima di un considerevole lasso temporale, così esponendo interamente il socio al rischio d'impresa (fallimento, riduzione del capitale o suo azzeramento per perdite) per un periodo rilevante e non comprimibile a sua discrezione. In realtà anche su quest'ultimo punto si registrano prese di posizione contraddittorie, tanto della giurisprudenza quanto della dottrina, e quindi il correttivo temporale potrebbe non essere considerato sponda sufficientemente sicura per la costruzione della categoria azionaria in questione.

Infine non può mancare un cenno alla tesi esposta da una celebre sentenza della Cassazione, che oltre venti anni fa' ha statuito la necessità di un esame caso per caso dei concreti interessi perseguiti con gli accordi che predeterminano il prezzo di vendita, non ritenendoli a priori lesivi del principio in questione. L'importante apertura contenuta nel principio di diritto enunciato richiede però ulteriori precisazioni e specificazioni, in parte fornite dalla medesima Corte nella recentissima sentenza n. 17498 del 4 luglio 2018, ove è stato escluso il carattere costante ed assoluto dell'esclusione dalle perdite in base ad una serie composita di indici, sistematici e dello specifico caso in questione; sarà quindi il dibattito complessivo in itinere, alla luce di questa importante apertura della giurisprudenza di legittimità, a dover rendere stabile la costruzione statutaria di una categoria azionaria senza esporla al rischio di una "demolizione" successiva ad opera di un tribunale, con le varie imprevedibili conseguenze che una simile sentenza potrebbe generare.

IL COMMENTO

Sommario: 1. Introduzione – 1.1 Il prezzo di vendita e il divieto di patto leonino nella disciplina delle azioni riscattande – 2. Ricognizione dottrina – 3. Considerazioni e conclusioni.

1. Introduzione

La riforma del diritto societario del 2003⁽¹⁾ ha portato ad una radicale riscrittura delle regole che disciplinano la struttura finanziaria delle società per azioni, attraverso una dilatazione rilevante dei confini della fattispecie azionaria⁽²⁾.

L'accentuata contrattualizzazione del fenomeno societario, concretizzatasi a seguito della riforma, ha portato all'introduzione nell'ordinamento italiano delle azioni c.d. riscattabili,

⁽¹⁾ D. Lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003.

⁽²⁾ DENTAMARO, *Le Azioni*, in *Il Nuovo Diritto Societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003–2009*, a cura di Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna, 2013, p. 125.

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

disciplinate all'art. 2437-*sexies* cod. civ.⁽³⁾, e alla creazione di nuove categorie azionarie, non disciplinate all'interno del codice civile⁽⁴⁾.

Tali categorie di azioni atipiche⁽⁵⁾, non rientranti nelle categorie tipicamente previste e disciplinate dal legislatore all'interno del codice civile, sono di fondamentale rilevanza nella prospettiva dell'azionista-investitore che vuole adeguare la sua partecipazione societaria alle concrete esigenze personalistiche che lo portano a diventare socio⁽⁶⁾ e, sebbene non abbiano una disciplina specifica, sono sottoposte a precisi limiti di legge⁽⁷⁾.

In tale contesto, dunque, la prassi societaria ha portato ad approfondire la possibilità di disciplinare delle categorie di azioni non connotate da un diritto di riscatto da intendersi come opzione di acquisto (*call*), bensì come opzione di vendita (*put*)⁽⁸⁾, guardando ad istituti presenti ed applicati in altri ordinamenti.

⁽³⁾ La riforma del 2003 – alla luce di quanto previsto dall'art. 39 della seconda direttiva comunitaria in materia societaria (direttiva 77/91/CEE del 13 dicembre 1976) – ha inserito, nelle regole della S.p.A., l'istituto delle azioni riscattabili, prima di quell'epoca previsto – nel nostro ordinamento – esclusivamente con riferimento ad una delle possibili forme di acquisto delle azioni proprie, ai sensi dell'art. 2357-*bis* cod. civ.; dunque, successivamente al 2003, è stata espressamente prevista e riconosciuta la possibilità di introdurre, all'interno dello statuto, delle clausole statutarie che prevedono un potere di riscatto delle azioni da parte della società o dei soci al verificarsi di determinati eventi, mentre non era stata riconosciuta espressamente la possibilità che, per statuto, venisse attribuita a una categoria di azioni il diritto a vedersi acquistate tutte o parte delle proprie azioni, entro un determinato termine, dalla società o dai soci. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale. Diritto delle Società*, Vol. II, Milano, 2015, p. 239; MANIGLIO, *Alcune note in materia di partecipazioni sociali riscattande e con termine finale di durata*, in *Il Societario*, 28 novembre 2018; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 99 del 18 maggio 2007, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto (art. 2437-*sexies* cod. civ.)*, in *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2018, p. 353.

⁽⁴⁾ La disciplina delle categorie speciali di azioni si rinviene nel disposto di cui all'art. 2348 cod. civ., il quale stabilisce, al primo comma, da un lato il principio di uguaglianza delle azioni (“*le azioni conferiscono ai loro possessori uguali diritti*”), dall'altro lato, al successivo secondo comma, sancisce la relatività di tale principio di uguaglianza rappresentando la possibilità di creare categorie di azioni fornite di diritti diversi, sia per quanto concerne i diritti patrimoniali che con riguardo ai diritti amministrativi, con l'unico vincolo che “*tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscano uguali diritti*”. GALGANO, *Diritto Commerciale. L'Imprenditore – Le Società*, Bologna, 2013, p. 253; CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 199; COTTO, MEOLI, TOSCO, *Le Società*, Milano, 2011, p. 655.

⁽⁵⁾ Le azioni riscattande si configurano come azioni “atipiche” ai sensi dell'art. 2348, comma secondo, cod. civ.; PAGANIN, *Azioni redimibili e finanziamenti delle società per azioni*, Venezia (Università Ca' Foscari), 2016, p. 29; in particolare, sul principio di atipicità e le categorie speciali di azioni, si veda, NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum* di CAMPOBASSO, a cura di Abbadessa e Portale, Vol. I, Torino, 2006.

⁽⁶⁾ Sul punto si veda GALGANO in *Diritto Commerciale*, il quale afferma chiaramente che “*non spetta al legislatore decidere, secondo i postulati della più antica e dirigistica visione del diritto regolatore dell'economia, che cosa sia vantaggioso o che cosa non sia vantaggioso per gli investitori*”. (GALGANO, *op. cit.*, p. 253).

⁽⁷⁾ COTTO, MEOLI, TOSCO, *op. cit.*, p. 660.

⁽⁸⁾ La prassi societaria ha elaborato tale categoria di azioni, le quali attribuiscono ai loro titolari un diritto di *put* nei confronti della società o degli altri azionisti, al fine di creare una via d'uscita dall'investimento azionario garantendo un disinvestimento delle partecipazioni al verificarsi di determinate condizioni, riferibili ad esempio alla società o ai soci, o – se si ritiene ammissibile il recesso ad *nutum* – alla semplice volontà del socio titolare delle medesime. MANIGLIO, *Alcune note in materia di partecipazioni sociali riscattande e con termine finale di durata*, in *Il Societario*, 28 novembre 2018; BAVA, *La azioni riscattande*, in *Il Societario*, 28 novembre 2018.

Difatti, si è diffusa sempre di più una categoria di azioni connotate da un diritto di riscatto da intendersi come opzione di vendita (c.d. *azioni riscattande*) ai cui titolari viene attribuito un diritto di *put* nei confronti della società o degli altri azionisti⁽⁹⁾.

Tali azioni, così strutturate, pur conservando la natura azionaria e, di conseguenza, partecipativa del rischio di impresa si prestano a essere utilizzate in tutti quei casi in cui l'investitore vuole apportare risorse alla società⁽¹⁰⁾ avvalendosi delle prerogative riconducibili allo *status socii* ma allo stesso tempo necessita di solidi strumenti di *exit* esercitabili al ricorrere di determinati presupposti e con tempistiche certe⁽¹¹⁾.

Ebbene, il Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze Pistoia e Prato, osservando la prassi societaria di cui sopra e, partendo dall'analisi della disciplina delle azioni riscattabili (art. 2437-*sexies* cod. civ.)⁽¹²⁾, ha esaminato la categoria delle azioni riscattande, sancendone la legittimità e delineandone i rispettivi limiti, in particolar modo indagando l'esatto perimetro di applicazione del c.d. patto leonino⁽¹³⁾.

In particolare, la massima individua i criteri per la determinazione del prezzo di vendita, presupposto di legittimità della clausola statutaria, distinguendo le ipotesi in cui il soggetto onerato dell'acquisto sia la società ovvero i titolari di altre categorie di azioni, specificando i requisiti, in presenza dei quali l'accordo di cessione della partecipazione non è in contrasto con l'art. 2265 cod. civ. che commina la nullità del patto "*con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite*"⁽¹⁴⁾.

⁽⁹⁾ Le azioni così strutturate costituiscono un presidio ulteriore, assieme all'istituto del recesso, per tutelare il diritto di disinvestimento dell'azionista/investitore. Merita in proposito riportare anche quanto scritto da VIETTI, Sub Artt. 2437-2437 *sexies*, cod. civ., in *La riforma del diritto societario*, a cura di Lo Cascio, Milano, 2003, p. 425 secondo cui "*la garanzia per il socio della possibilità di disinvestire, al ricorrere di situazioni che giustifichino uno scarso affidamento sull'indirizzo futuro dell'attività sociale, infatti, si traduce in una garanzia per il reperimento dei soggetti disposti ad investire: aumenta certamente la propensione all'investimento quando si è certi di poter disinvestire, in termini sufficientemente proficui, nel caso in cui lo si ritenga necessario*".

⁽¹⁰⁾ Per completezza, si veda anche l'art. di CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2006, p. 195 in cui, analizzando gli obiettivi della riforma societaria del 2003, al secondo paragrafo, l'autrice afferma chiaramente che anche le azioni riscattabili possono essere utilizzate come strumento di finanziamento.

⁽¹¹⁾ PAGANIN, *op. cit.*, p. 31.

⁽¹²⁾ Le azioni riscattabili sono le azioni, o le categorie di azioni, per le quali lo statuto prevede un potere di acquisto, da parte della società o dei soci, a fronte del pagamento di un prezzo (riscatto) (art. 2437-*sexies* cod. civ.). Il valore di riscatto e la procedura con cui le azioni vengono riscattate sono gli stessi previsti per le ipotesi di recesso del socio. Resta salva l'applicazione della disciplina dell'acquisto di azioni proprie; sul punto si veda *ex multis* CALVOSA, *La clausola di riscatto*, Milano, 1995.

⁽¹³⁾ Sebbene il divieto di cui all'art. 2265 cod. civ. – contenuto nel Libro quinto, Titolo V, Capo II cod. civ. – sia previsto con riferimento alle società di persone senza alcun rimando alle società di capitali, è ormai pacifico che la norma sia applicabile a tutte le imprese organizzate in forma societaria, ivi incluse le società di capitali, si veda sul punto ABRIANI, *Il divieto di patto leonino*, Milano, 1994, p. 55, il quale afferma che "*l'art. 2265 cod. civ. rappresenterebbe la «norma chiave dell'architettura tipologica del contratto di società» che viene fatta assurgere a canone di ordine pubblico economico*" e anche COTTO, MEOLI, TOSCO, *op. cit.*, p. 490.

⁽¹⁴⁾ CENGIA, *Azioni riscattande, i notai definiscono i criteri per la loro validità*, in *Il Quotidiano Giuridico*, 26 marzo 2018.

1.1 Il prezzo di vendita e il divieto di patto leonino nella disciplina delle azioni riscattande

Certamente, come per ogni clausola statutaria che disciplina un trasferimento di partecipazioni, è necessario regolare attentamente i presupposti, i modi e i tempi delle comunicazioni che il titolare di tale diritto potestativo di vendita deve effettuare e, in particolar modo, è necessario disciplinare minuziosamente il profilo inerente la determinazione del prezzo.

Nel caso di specie, infatti, l'esercizio di un diritto di vendita attribuito dallo statuto non pone particolari esigenze di individuazione di valori minimi da riconoscere al socio che sceglie di dismettere la partecipazione, a differenza delle azioni riscattabili alle quali, invece, si applica la disciplina del recesso e in particolare gli artt. 2437-ter e 2437-quater cod. civ.

In merito alle azioni riscattande, infatti, il tema centrale in ordine alla determinazione del prezzo, è quello del rapporto intercorrente tra il diritto di vendita incorporato nelle azioni in questione ed il divieto del patto leonino, sancito dall'art. 2265 cod. civ.⁽¹⁵⁾ nel caso in cui il prezzo sia prefissato e non determinabile in base a precisi parametri che rimandano al valore di mercato⁽¹⁶⁾.

Per le azioni riscattande, secondo la massima, è ben possibile prevedere che in occasione dell'esercizio del diritto di vendita *“(i) sussistano meccanismi di fissazione del prezzo peggiorativi rispetto alla valorizzazione di mercato ed ai criteri di liquidazione applicabili in caso di recesso legale, che ad esempio prevedano sconti o parametri vari di penalizzazione; (ii) si applichino criteri di determinazione del prezzo alternativi rispetto a quelli costituenti le best practices; (iii) si prevedano condizioni di pagamento non contestuali, dilazionate nel tempo; (iv) si fissino ulteriori modalità e termini rimessi puramente all'autonomia delle parti”*⁽¹⁷⁾.

Premesso ciò, al fine di formulare un giudizio attendibile sulla “leoninità” del prezzo di vendita delle azioni, quando il prezzo è prefissato, bisogna far riferimento al soggetto onerato dell'acquisto: ove lo statuto individui la società quale soggetto passivo del diritto potestativo, si può affermare che i limiti legali posti alla possibilità di acquisto di azioni

⁽¹⁵⁾ È opportuno sottolineare che nella massima notarile in commento si afferma la necessità di formulare un giudizio sulla presunta “leoninità” del prezzo di vendita delle azioni *“tutte le volte in cui, invece, il prezzo di vendita: a) sia predeterminato in modo fisso, garantendo un recupero dell'investimento iniziale, se ad esso uguale, o addirittura una remunerazione minima, se ad esso superiore; b) sia individuato in base a parametri «mobili», che apparentemente tengono conto dell'andamento della società ma subiscono poi dei correttivi che producono una sostanziale sterilizzazione del rischio d'impresa”* escludendo, quindi, i casi in cui il prezzo sia da determinare in base a parametri che sostanzialmente rimandano al loro valore di mercato; CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA PRATO, Massima n. 67/2018, *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*, p. 7.

⁽¹⁶⁾ È utile sottolineare, infatti, che nel caso in cui la previsione statutaria contempli un prezzo non prefissato ma da determinarsi in base a parametri che sostanzialmente rimandano al loro valore di mercato, non vi è alcun tema in relazione alla violazione dell'art. 2265 cod. civ. poiché, in tal caso, vi è una piena sopportazione del rischio d'impresa da parte del titolare dell'opzione di vendita.

⁽¹⁷⁾ CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA PRATO, Massima n. 67/2018, *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*, pp. 6-7.

proprie dall'art. 2357 cod. civ. rendono legittima qualsiasi previsione statutaria circa la determinazione del prezzo di vendita delle azioni riscattande⁽¹⁸⁾.

Al contrario, nel caso in cui gli altri soci siano soggetti all'obbligo di acquisto della partecipazione del socio alienante il discorso diviene più complesso, in quanto non opera alcun limite legale alla determinazione del prezzo, se non appunto il divieto di patto leonino di portata generale.

A tal proposito si può dire che, certamente, non può ricondursi al patto leonino il caso in cui il prezzo sia interamente collegato agli effettivi risultati della società, e il caso in cui esso risenta in modo consistente, purché non irrisorio, del suo andamento⁽¹⁹⁾.

Inoltre, come spiegato ulteriormente nella massima in commento vi sono altri due accorgimenti che possono produrre un alto grado di affidabilità della clausola statutaria “(i) la previsione di una condizione, intesa in senso tecnico come elemento futuro ed incerto non dipendente né controllabile dalla volontà di una delle parti interessate, sgancia totalmente dalla dimensione “leonina” la categoria, in quanto espone il titolare ad una variabile esogena che influisce sul quantum ricavabile dalla vendita; (ii) la non proporzionalità del prezzo di vendita rispetto alla percentuale di capitale sociale per il quale si esercita l'opzione, situazione assimilabile a quella precedentemente esposta del prezzo di vendita minimo inferiore in modo sensibile al valore di acquisto, in quanto realizza una sorta di “abbattimento” del valore che genera automaticamente una soggezione al rischio d'impresa ed esclude l'immunizzazione dalle perdite subite dalla società”⁽²⁰⁾.

2. Ricognizione dottrina

In tema di azioni riscattande, la dottrina ha avuto modo di confrontarsi sul tema della loro ammissibilità a causa della loro mancata tipizzazione in occasione della riforma del diritto societario del 2003.

Come anticipato, l'art. 2437-*sexies* cod. civ., così come modificato dal legislatore societario del 2003, introduce la categoria delle azioni riscattabili le quali si caratterizzano per la soggezione dei loro titolari al potere di acquisto altrui (inteso come “opzione *call*”)

⁽¹⁸⁾ Sui limiti legali posti alla possibilità di acquisto di azioni proprie da parte della società in materia di azioni riscattande si veda anche SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili” (una rilettura del divieto del patto leonino nella S.p.A. riformata)*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, IV, 2013, p. 537, *l'obbligo di rimborso della società deve essere, infatti, inevitabilmente subordinato al rispetto dei limiti qualitativi previsti dalla legge per l'acquisto delle azioni proprie, ossia alla sussistenza, nel patrimonio netto, di plusvalenze che rendano l'operazione effettivamente neutrale per i creditori. E proprio questa condizione oggettiva, radicata nella salvaguardia dell'integrità del capitale sociale, vale ad escludere che il rimborso delle azioni redimibili sia incondizionato, giammai potendosi porre a carico del patrimonio indisponibile. In caso di scioglimento della società, le azioni riscattande assicurano quindi ai loro titolari un mero diritto di priorità sulla quota di liquidazione, fermo restando che il suo conseguimento resta comunque necessariamente subordinato all'integrale pagamento di tutti i creditori ivi compresi i possessori di strumenti finanziari partecipativi con diritto di rimborso dell'apporto eseguito”*.

⁽¹⁹⁾ CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA E PRATO, Massima 67/2018, *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*, pp. 8-9.

⁽²⁰⁾ Così esplicitamente il Trib. Milano, 3 ottobre 2013, in *Società*, 2014, p. 97; CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA PRATO, Massima n. 67/2018, *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino*, pp. 8-9.

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

non prendendo in considerazione il caso in cui, per statuto, venga attribuita a una categoria di azioni il diritto di ottenere il loro acquisto (inteso come “opzione *put*”) da parte della società o degli altri soci.

Sull’ammissibilità delle azioni riscattande, sebbene tale fattispecie non sia mai stata oggetto di alcun tipo di intervento legislativo che ne abbia sancito espressamente l’ammissibilità, parte della dottrina *ante riforma* si era già espressa in senso favorevole circa la loro legittimità ⁽²¹⁾.

A seguito della riforma, ha acquistato molti consensi la tesi in forza della quale il legislatore ha definito un diritto di riscatto c.d. “tipico” non impedendo alle parti del contratto sociale di determinare il contenuto di clausole di riscatto cc.dd. “atipiche”, diverse rispetto a quello stabilite dall’art. 2437-*sexies* cod. civ. ⁽²²⁾.

Parallelamente, la prassi societaria ha portato anche le commissioni societarie, insediate presso i relativi consigli notarili, ad enunciare orientamenti favorevoli all’introduzione delle azioni riscattande, quali categorie speciali di azioni cercando di delinearne l’ambito di applicazione.

In particolare, viene qui in rilievo, la massima n. 5 della Commissione Società del Consiglio Notarile di Roma la quale chiaramente afferma che “*è possibile emettere azioni speciali (cc.dd. puttable redeemable shares) aventi ad oggetto il diritto potestativo di ottenere da parte di altri soci l’acquisto delle azioni medesime ad un prezzo garantito, da esercitarsi entro un certo termine. La relativa posizione passiva incombe sui titolari di azioni ordinarie, e non sulla società, al fine di non eludere la normativa in tema di riduzione del capitale (art. 2445 cod. civ.) ovvero il divieto di distribuzione di utili fittizi (art. 2433 cod. civ.)*” ⁽²³⁾. In questo caso, come afferma la massima, non è necessario che il valore di acquisto da parte degli altri soci segua i criteri di valutazione stabiliti per il recesso ex art. 2437-*ter* cod. civ., potendo essere stabilito secondo canoni diversi, i quali, anche se non determinati, devono essere determinabili *ex ante*, ad esempio, in misura pari al prezzo originario delle azioni, maggiorato di un interesse e decurtato dei dividendi distribuiti, o anche ad un prezzo percentualmente inferiore, al fine di stabilire un *floor* per l’investitore.

⁽²¹⁾ In tal senso si veda CALVOSA, *op. cit.*, pp. 242 ss., e anche GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, pp. 123 ss.

⁽²²⁾ In tal senso si vedano anche le parole di SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili” (una rilettura del divieto del patto leonino nella S.p.A. riformata)*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, fascicolo IV, 2013, pp. 537 ss. il quale afferma che: “*una simile impostazione formalistica è oggi, sul piano giuridico-formale, sprovvista di ogni fondamento normativo, in quanto nell’attuale disciplina del recesso non è ravvisabile alcun principio inderogabile impeditivo dell’emissione di azioni redimibili. Per giunta, un’arbitraria delimitazione del campo di operatività dell’autonomia statutaria contrasterebbe con gli stessi obiettivi «di vertice» della riforma del diritto societario, esplicitati dalla legge delega, volti ad ampliarne l’area di estensione al fine di agevolare il ricorso ai mercati dei capitali (art. 5, secondo comma, lett. a) e sesto comma, lett. c), L. n. 366 del 3 ottobre 2001), palesandosi – vieppiù nell’odierno contesto di grave recessione economica decisamente anacronistica*”; MANIGLIO, *Alcune note in materia di partecipazioni sociali riscattande e con termine finale di durata*, in *Il Societario*, 28 novembre 2018.

⁽²³⁾ CONSIGLIO NOTARILE DI ROMA, Massima n. 5 del 5 luglio 2016, *Azioni redimibili*, in *Rivista del notariato*, 2016, pp. 766-767.

Sempre nella panoramica degli orientamenti favorevoli all'introduzione delle azioni riscattande, rileva anche, necessariamente, lo stesso orientamento nella massima qui in commento; infatti, la Commissione Società del Consiglio Notarile di Firenze riconosce e afferma espressamente che lo statuto di una società per azioni può legittimamente creare categorie di azioni che incorporano il diritto ad ottenere il loro acquisto ad opera di altri soggetti specificando che *“ai fini della validità delle azioni riscattande, non troveranno applicazione i limiti previsti per la diversa categoria tipica delle azioni riscattabili; lo statuto potrà, pertanto, prevedere criteri di determinazione del prezzo di vendita più penalizzanti e termini di pagamento meno favorevoli rispetto a quelli indicati per la liquidazione della quota del socio receduto, ai sensi degli artt. 2437-ter e 2437-quater cod. civ.”*

3. Considerazioni e conclusioni

Le azioni riscattande hanno una disciplina autonoma rispetto a quella delle azioni riscattabili e, ai fini della loro validità, non trovano applicazione i limiti previsti per la diversa categoria tipica prevista, appunto, dall'art. 2437-*sexies* cod. civ.

Si ritiene legittima, dunque, la creazione di una categoria azionaria, tramite statuto, che incorpora un diritto di riscatto e non una posizione di soggezione per cui il prezzo di vendita non è soggetto ai limiti previsti in tema di recesso di cui agli artt. 2437-*ter* e 2437-*quater* cod. civ.⁽²⁴⁾

Ciò nonostante, alla luce del divieto del patto leonino previsto dal nostro ordinamento, ai sensi dell'art. 2265 cod. civ., la libertà nella determinazione del prezzo del disinvestimento non può spingersi fino a sterilizzare il rischio di impresa.

Dunque, *nulla quaestio* se è onerata all'acquisto delle azioni la società in quanto la sussistenza dei limiti di legge all'acquisto delle azioni proprie, cui l'operazione dovrebbe essere espressamente assoggettata, è condizione sufficiente perché sia garantito il rispetto del divieto del patto leonino.

Se onerati dall'acquisto, invece, sono gli altri soci, il divieto di cui sopra è sicuramente rispettato quando il prezzo risulta individuato sulla base di criteri connessi all'effettivo valore della società; più discussa rimane, tuttavia, l'ammissibilità in statuto di un prezzo determinato in misura fissa⁽²⁵⁾.

⁽²⁴⁾ La “statutarizzazione” dell'*exit*, mediante la creazione di questa categoria di azioni, permette infatti di garantire all'investitore un risultato di gran lunga migliore rispetto a quello ascrivibile ad un patto parasociale, destinato a durare al massimo cinque anni.

⁽²⁵⁾ Sul punto si veda anche il recente orientamento della Corte di legittimità il quale, con la sentenza n. 17498 del 4 luglio 2018, ha riconosciuto la validità di una “opzione *put*” ad un prezzo predeterminato pari a quello dell'acquisto con l'aggiunta di interessi e con il rimborso dei versamenti nelle more operati in favore della società. BAVA, *Le azioni riscattande*, in *Il Societario*, 28 novembre 2018.

*Commento all'Orientamento numero 68 del 2018 dell'Osservatorio Società del
Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato*

DIRITTO DI PRELAZIONE NELLE SOCIETÀ A PARTECIPAZIONE PUBBLICA

EDOARDO MANNI

L'ORIENTAMENTO

La Massima

Negli statuti di società a partecipazione pubblica è legittima la previsione di una clausola di prelazione che preveda che, in caso trasferimento di partecipazioni mediante procedure ad evidenza pubblica, il diritto di prelazione possa essere esercitato al prezzo della proposta di aggiudicazione e che l'aggiudicazione verrà effettuata all'esito dell'esercizio del diritto di prelazione o dell'inutile decorso del termine per il relativo esercizio.

La Motivazione

Il problema cui la Massima intende fornire soluzione concerne l'ammissibilità – e i relativi requisiti – di una clausola di prelazione statutaria in caso di cessione di partecipazioni in società a partecipazione pubblica.

Il dato normativo dal quale prendere le mosse è il secondo comma ultimo periodo dell'art. 10 del decreto legislativo 19 agosto 2016, n. 175 (Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica) ai sensi del quale “L'alienazione delle partecipazioni è effettuata nel rispetto dei principi di pubblicità, trasparenza e non discriminazione. In casi eccezionali, a seguito di deliberazione motivata dell'organo competente ai sensi del comma 1, che dà analiticamente atto della convenienza economica dell'operazione, con particolare riferimento alla congruità del prezzo di vendita, l'alienazione può essere effettuata mediante negoziazione diretta con un singolo acquirente. È fatto salvo il diritto di prelazione dei soci eventualmente previsto dalla legge o dallo statuto.”.

Se non vi è dubbio alcuno in ordine all'applicazione ordinaria del meccanismo della prelazione nel caso, eccezionale e motivato, della alienazione con negoziazione diretta, l'atteggiarsi della prelazione nel caso di procedura a evidenza pubblica richiede una riflessione più attenta in ordine alla compatibilità tra detta procedura e il diritto di prelazione, in particolare con riguardo a clausole statutarie che prevedono la prelazione

a favore del socio privato nel caso in cui la P.A. decida di cedere le proprie quote di partecipazione ad una società mista.

La problematica è espressione delle difficoltà interpretative che caratterizzano un ambito quale quello in oggetto in continua tensione fra regole privatistiche e regole pubblicistiche trattandosi di società, quelle a partecipazione pubblica, che, da un lato, soggiacciono alle disposizioni concernenti le procedure ad evidenza pubblica in quanto pur sempre strumenti a finalità pubblicistiche, e, dall'altro, sono disciplinate dal diritto comune societario, anche in base a quanto disposto, da ultimo, dal d.lgs. n. 175/2016 che ne ha addirittura previsto l'assoggettamento alle procedure concorsuali.

La soluzione proposta nella Massima consente di trovare un equilibrio tra i predetti poli: rispetto della procedura a evidenza pubblica quale espressione di un principio generale di ordine pubblico e la disciplina societaria ordinaria. Sicché fermo restando l'obbligatorietà della detta procedura a evidenza pubblica, la quale non può essere ex se derogata da una previsione statutaria trattandosi di principio generale, è possibile disciplinare la prelazione il cui prezzo di cessione sia parametrato sul valore di aggiudicazione. Così facendo, il meccanismo della prelazione – e le esigenze che tradizionalmente vi stanno a fondamento – sono recuperate e garantite a valle della procedura a evidenza pubblica, questa di natura inderogabile.

La soluzione accolta risulta peraltro coerente con un recente orientamento giurisprudenziale espresso dal Consiglio di Stato nella sentenza del 28 settembre 2016 n. 4014.

La fattispecie concreta riguarda la cessione a seguito di procedura di evidenza pubblica delle azioni possedute da un comune in una società dallo stesso controllata insieme ad altri enti locali e deputata alla prestazione del servizio di trasporto pubblico. All'esito della gara, i soci privati della società partecipata avevano esercitato il loro diritto di prelazione con l'intenzione di acquistare la quota al diverso corrispettivo definito secondo le regole statutarie. Il comune aveva invece stabilito di cedere la partecipazione all'aggiudicatario della gara, non tenendo quindi in considerazione la prelazione.

Il Consiglio di Stato, appellandosi a ragioni di ordine pubblico, ha ritenuto nulla la clausola statutaria contenente il diritto di prelazione a favore dei soci privati, nonché tutti gli atti che vi hanno dato attuazione. Si è al riguardo precisato che la cessione di una partecipazione in una società mista da parte di un'amministrazione pubblica, deve necessariamente avvenire tramite procedura di evidenza pubblica, che rimarrebbe esclusa laddove si consentisse l'operatività della clausola di prelazione. Quanto disposto dal comma 9 dell'art. 5 del d.lgs. n. 50/2016, ossia che "nei casi in cui le norme vigenti consentono la costituzione di società miste per la realizzazione e/o gestione di un'opera pubblica o di un servizio, la scelta del socio privato avviene con procedure di evidenza pubblica", non può considerarsi riferito soltanto al momento genetico, di costituzione della società mista, ma va esteso anche alle ipotesi, successive ed eventuali, di cessione di partecipazioni sociali detenute da un'amministrazione pubblica. Sicché, osserva il Consiglio di Stato, la prelazione esercitata a un corrispettivo tale da frustrare la procedura ad evidenza pubblica contrasterebbe con il principio di concorrenza e con il principio del necessario rispetto della par condicio tra i concorrenti nel mercato, oltre che con i principi della trasparenza, del buon andamento e imparzialità della P.A.

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

La sentenza sottolinea dunque l'obbligo di rispettare la regola dell'evidenza pubblica per l'alienazione di quote sociali detenute in una società mista, qualificata come "principio di ordine pubblico economico (anche di matrice eurounitaria)" alla luce del quale ha dichiarato nulla la clausola statutaria che prevede la prelazione in favore dei soci esercitata al corrispettivo risultante dai criteri statuari e non a quello risultante all'esito della procedura.

Alla luce di quanto indicato, ancorché la pronuncia presenti non pochi aspetti di perplessità nel momento in cui ricostruisce la clausola statutaria in termini di nullità quando sarebbe stato più coerente con il sistema esprimersi in termini di inopponibilità alla PA, volendo adottare una interpretazione prudentiale in considerazione del dichiarato valore di ordine pubblico della procedura a evidenza pubblica nella alienazione delle partecipazioni sociali detenute da una PA in una società mista, l'operatività della prelazione può essere recuperata a valle della detta regola di evidenza pubblica.

L'illegittimità della clausola di prelazione investe infatti la sua idoneità a frustrare le regole della procedura a evidenza pubblica. Pertanto, dal momento che tale procedura appare necessaria, la sua compatibilità con la clausola statutaria di prelazione (questa sì pienamente legittima) può inverarsi nel riferimento, ai fini dell'esercizio della prelazione stessa, al corrispettivo risultante all'esito della procedura.

Sarà pertanto opportuno che lo statuto affianchi alla disciplina "ordinaria" della prelazione quella relativa al trasferimento delle partecipazioni mediante procedure ad evidenza pubblica prevedendo in tal caso: i) che il diritto di prelazione possa essere esercitato al prezzo della proposta di aggiudicazione; ii) che il socio alienante debba dare avviso all'organo amministrativo dell'avvio della procedura a evidenza pubblica entro un determinato termine dalla pubblicazione del bando; iii) che il bando e comunque gli atti di gara segnalino l'esistenza del diritto di prelazione spettante agli altri soci; iv) l'obbligo per il socio alienante di dare notizia dell'intervenuta proposta di aggiudicazione all'organo amministrativo il quale provvederà a darne informazione agli altri soci affinché possano esercitare il diritto di prelazione. Pare inoltre opportuno precisare che l'aggiudicazione verrà effettuata all'esito dell'esercizio del diritto di prelazione o dell'inutile decorso del termine per l'esercizio di tale diritto.

IL COMMENTO

Sommario: 1. Introduzione – 2. Il contesto normativo di riferimento – 3. La clausola di salvaguardia della prelazione: dottrina – 4. La clausola di salvaguardia della prelazione: giurisprudenza – 5. L’orientamento del Consiglio Notarile di Firenze – 6. Considerazioni conclusive.

1. Introduzione

L’art. 10, comma 2, del d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175 in materia di società a partecipazione pubblica (il “**Testo unico**”) prevede che “*l’alienazione delle partecipazioni [detenute da pubbliche amministrazioni, ndr.] è effettuata nel rispetto dei principi di pubblicità, trasparenza e non discriminazione. In casi eccezionali, a seguito di deliberazione motivata dell’organo competente ai sensi del comma 1, che dà analiticamente atto della convenienza economica dell’operazione, con particolare riferimento alla congruità del prezzo di vendita, l’alienazione può essere effettuata mediante negoziazione diretta con un singolo acquirente. È fatto salvo il diritto di prelazione dei soci eventualmente previsto dalla legge o dallo statuto*”.

Come evidenziato dalla dottrina, e come emerso nella prassi applicativa, la norma pone un tema di compatibilità tra gli obblighi procedurali imposti alle pubbliche amministrazioni nella dismissione delle proprie partecipazioni sociali e il diritto dei soci, eventualmente previsto in statuto, di essere preferiti, a parità di condizioni, nell’acquisto delle predette partecipazioni.

La Massima in commento offre una lettura della predetta questione finalizzata a garantire l’osservanza della clausola di prelazione contenuta nello statuto di società a partecipazione pubblica e, al contempo, il rispetto della disciplina prescritta per la dismissione delle partecipazioni sociali detenute dalle amministrazioni.

2. Il contesto normativo di riferimento

Occorre preliminarmente rilevare che la previsione citata ne evoca una analoga, contenuta nell’art. 1, comma 2 del d.l. 31 maggio 1994, n. 332 ⁽¹⁾ – relativo alle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni – a mente della quale “*l’alienazione delle partecipazioni [...] [dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni, ndr.] è effettuata con modalità trasparenti e non discriminatorie, finalizzate anche alla diffusione dell’azionariato tra il pubblico dei risparmiatori e degli investitori istituzionali. [...]*” ⁽²⁾.

⁽¹⁾ Convertito in legge, con modificazioni, dall’art. 1, comma 1, l. 30 luglio 1994, n. 474.

⁽²⁾ Si tenga presente che il riferimento ai principi di *trasparenza e non discriminazione* (e non anche di *pubblicità*, richiamato invece nell’art. 10 del Testo Unico), contenuto nell’art. 1, comma 2 del d.l. 31 maggio 1994, n. 332, è stato inserito solo successivamente all’entrata in vigore di detta disposizione, con l’art. 4, comma 218, l. 24 dicembre 2003, n. 350. La formulazione originaria dell’art. 1, comma 2 del d.l. 332 citato prevedeva, infatti, che “*l’alienazione delle partecipazioni [...] viene effettuata di norma mediante offerta pubblica di vendita [...]; può inoltre essere effettuata mediante cessione delle azioni sulla base di trattative dirette con i potenziali acquirenti ovvero mediante il ricorso ad entrambe le procedure.*”

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

La norma in osservazione si innesta, dunque, nel sistema di regole afferenti ai processi di dismissione delle partecipazioni pubbliche (statali e non) e, come specificato nel Testo Unico, deve essere applicata *“avendo riguardo all’efficiente gestione delle partecipazioni pubbliche, alla tutela e promozione della concorrenza e del mercato, nonché alla razionalizzazione e riduzione della spesa pubblica”* (cfr. art. 1, comma 2 del Testo Unico).

Sotto un profilo soggettivo, gli obblighi procedurali prescritti per le dismissioni delle partecipazioni sociali riguardano le pubbliche amministrazioni⁽³⁾ titolari di partecipazioni in società, anche consortili, costituite in forma di s.p.a. o di s.r.l, anche in forma cooperativa.⁽⁴⁾

Se l’obbligo di procedere alla cessione delle partecipazioni nel rispetto dei principi di *pubblicità, trasparenza e non discriminazione* pone certamente il tema dell’individuazione delle *concrete* modalità di dismissione, sotto altro profilo l’assenza di modelli predeterminati consente all’amministrazione alienante di selezionare la procedura più adatta al perseguimento delle finalità sottese all’iniziativa di disinvestimento, ferma comunque la necessità di adottare modalità di selezione riconducibili al modulo dell’*“evidenza pubblica”*.⁽⁵⁾

Peraltro, l’opportunità, nei processi di dismissione delle partecipazioni pubbliche, di selezionare gli acquirenti *“attraverso una procedura aperta e trasparente, in base a criteri oggettivi, predeterminati e non discriminatori, in modo tale da garantire un confronto competitivo tra gli aspiranti acquirenti, idoneo a massimizzare i ricavi della vendita”*, era stata segnalata dalla dottrina già prima che fosse introdotta una specifica prescrizione normativa in tal senso.⁽⁶⁾

[...]”, rimettendo poi al Presidente del Consiglio dei Ministri, su proposta di alcuni Ministeri specificamente individuati, la scelta della concreta modalità di alienazione.

⁽³⁾ Cfr. in particolare art. 3, comma 1, del Testo Unico. Per *“amministrazioni pubbliche”* si intendono *“le amministrazioni di cui all’articolo 1, comma 2, del decreto legislativo n. 165 del 2001, i loro consorzi o associazioni per qualsiasi fine istituiti, gli enti pubblici economici e le autorità di sistema portuale”* (art. 2, comma 1, lett. a) del Testo Unico), ossia *“(…) tutte le amministrazioni dello Stato, ivi compresi gli istituti e scuole di ogni ordine e grado e le istituzioni educative, le aziende ed amministrazioni dello Stato ad ordinamento autonomo, le Regioni, le Province, i Comuni, le Comunità montane, e loro consorzi e associazioni, le istituzioni universitarie, gli Istituti autonomi case popolari, le Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura e loro associazioni, tutti gli enti pubblici non economici nazionali, regionali e locali, le amministrazioni, le aziende e gli enti del Servizio sanitario nazionale, l’Agenzia per la rappresentanza negoziale delle pubbliche amministrazioni (ARAN) e le Agenzie di cui al decreto legislativo 30 luglio 1999, n. 300. Fino alla revisione organica della disciplina di settore, le disposizioni di cui al presente decreto continuano ad applicarsi anche al CONF”* (art. 1, comma 2, del d.lgs. n. 165 del 2001).

⁽⁴⁾ Cfr. in particolare art. 3, comma 1, del Testo Unico a mente del quale *“1. Le amministrazioni pubbliche possono partecipare esclusivamente a società, anche consortili, costituite in forma di società per azioni o di società a responsabilità limitata, anche in forma cooperativa”*.

⁽⁵⁾ Cfr. BONURA, in *Manuale delle società a partecipazione pubblica*, a cura di Garofoli e Zoppini, Molfetta, 2018, spec. 270-278, ove viene trattato diffusamente il tema della concreta declinazione dei principi di pubblicità, trasparenza e non discriminazione.

⁽⁶⁾ BONELLI-ROLI, *Procedure di privatizzazione e clausole di prelazione*, in *Giur. comm.*, 2001, spec. 258. Tale considerazione, peraltro, era stata svolta nel vigore della disciplina del 1994 sulla dismissione di partecipazioni statali che, in origine, non conteneva indicazioni circa i principi cui dovevano essere ispirate le procedure di dismissione (cfr. *supra* nt. 2).

L'obbligo di evidenza pubblica sembra applicabile sia quando l'alienazione abbia ad oggetto partecipazioni detenute direttamente dall'amministrazione⁽⁷⁾ sia quando la stessa riguardi partecipazioni "indirette", ossia detenute "per il tramite di società o altri organismi soggetti a controllo";⁽⁸⁾ la previsione in esame non dovrebbe invece applicarsi alle fattispecie di alienazione di azioni "quotate in mercati regolamentati",⁽⁹⁾ posto che il Testo Unico trova applicazione alle società quotate solo in presenza di una previsione espressa.⁽¹⁰⁾ Peraltro, anche a voler ritenere diversamente, il tema oggetto della presente analisi potrebbe non venire affatto in rilievo, stante l'incompatibilità di una clausola di prelazione statutaria con lo status di società quotata, essendo la negoziabilità dei titoli condizione di ammissione alle negoziazioni degli stessi.⁽¹¹⁾

Con riferimento al concetto di *alienazione*, esso andrebbe inteso, secondo alcuni, nel senso di includere "qualsivoglia tipologia negoziale che comunque comporti il trasferimento della titolarità della partecipazione",⁽¹²⁾ ferma l'opportunità di svolgere una valutazione caso per caso.⁽¹³⁾

L'amministrazione può infine procedere, in casi eccezionali, all'alienazione delle partecipazioni mediante *negoziazione diretta*, previa delibera motivata dell'organo competente che dia "analiticamente atto della convenienza economica dell'operazione, con particolare riferimento alla congruità del prezzo di vendita".⁽¹⁴⁾

⁽⁷⁾ Posto che l'art. 2, comma 1, lett. f) del Testo Unico definisce "«partecipazione»: la titolarità di rapporti comportanti la qualità di socio in società o la titolarità di strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi", la norma si applica alle ipotesi di trasferimento non solo di azioni o quote sociali ma anche di strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi; in tal senso si v. DONATIVI, *Le società a partecipazione pubblica*, Milano, 2016, spec. 382.

⁽⁸⁾ In tal senso si v. TULLIO, *Sub Art. 10 TUSP*, in *Il testo unico sulle società pubbliche*, commentario diretto da Meo e Nuzzo, Bari, 2016, spec. 139-140.

⁽⁹⁾ Cfr. TULLIO, *Sub Art. 10 TUSP*, cit. spec. 139. Per "società quotate", secondo quanto previsto dall'art. 2, comma 1, lett. p) del Testo Unico, si intendono le "società a partecipazione pubblica che emettono azioni quotate in mercati regolamentati; le società che hanno emesso, alla data del 31 dicembre 2015, strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati".

⁽¹⁰⁾ Cfr. art. 1, comma 5 del Testo Unico a mente del quale "Le disposizioni del presente decreto si applicano, solo se espressamente previsto, alle società quotate, come definite dall'articolo 2, comma 1, lettera p), nonché alle società da essa controllate". Si tenga presente che l'attuale formulazione è stata prevista, con efficacia a far data dal 1° gennaio 2019, dall'art. 1, comma 721 della l. 30 dicembre 2018 n. 145, il quale ha sostituito il precedente riferimento alle società "partecipate, salvo che queste ultime siano, non per il tramite di società quotate, controllate o partecipate da amministrazioni pubbliche" con quello attuale alle società "da essa controllate".

⁽¹¹⁾ Cfr. art. 2.1.3 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. a mente del quale per l'ammissione a negoziazione gli strumenti finanziari devono essere "liberamente negoziabili. Gli strumenti finanziari il cui trasferimento sia soggetto a restrizioni sono considerati liberamente negoziabili qualora la restrizione non comporti alcun rischio di perturbare il mercato".

⁽¹²⁾ DONATIVI, *Le società a partecipazione pubblica*, cit., spec. 381.

⁽¹³⁾ Si pensi, a titolo di esempio, all'ipotesi in cui l'amministrazione intenda conferire in natura una partecipazione, in quanto interessata ad ottenere le azioni della società conferitaria.

⁽¹⁴⁾ Per tale delibera non è richiesto il rispetto dell'onere di motivazione analitica di cui all'art. 5, comma 1 del Testo Unico, circostanza dalla quale è stato desunto un favor del legislatore per le attività di dismissione delle partecipazioni pubbliche (v. DONATIVI, *Le società a partecipazione pubblica*, cit., spec. 380; BOGGIALI-SILVA, *Procedimenti amministrativi in materia di sottoscrizione, acquisto, cessione di partecipazioni sociali da parte di pubbliche amministrazioni e onere di controllo notarile*, Studio n. 229-2017/I del Consiglio Nazionale del Notariato, spec. 10). Si è peraltro ritenuto opportuno che, nell'ipotesi di negoziazione diretta, il valore delle partecipazioni oggetto di alienazione sia determinato in base ad una perizia di stima predisposta da un esperto; in particolare, è stato osservato che "sarà opportuno in questi

3. La clausola di salvaguardia della prelazione: dottrina

L'art. 10, comma 2, del Testo Unico, una volta stabilita la regola generale dell'obbligo di evidenza pubblica e la relativa eccezione, fa salvo "il diritto di prelazione dei soci eventualmente previsto dalla legge o dallo statuto".

Il diritto di prelazione statutaria costituisce, sul piano organizzativo, una forma di limitazione alla circolazione delle partecipazioni sociali e, sul piano sistematico, una eccezione alla regola generale di libera trasferibilità delle azioni.

Se la clausola opera generalmente imponendo al socio che intenda vendere la propria partecipazione sociale, di preferire, *a parità di condizioni*, gli altri soci rispetto ad uno o più terzi, ⁽¹⁵⁾ la prassi conosce ipotesi di prelazione c.d. "impropria", in cui il socio ha diritto ad essere preferito ai terzi nell'acquisto *ad un prezzo predeterminato* (nel patto di prelazione) ovvero *stabilito da un arbitratore*. ⁽¹⁶⁾

La distinzione viene in rilievo in questa sede poiché la dottrina ha riconosciuto la compatibilità con la procedura di evidenza pubblica delle sole clausole di prelazione *propria*, dal momento che, come è stato rilevato, in ipotesi di prelazione impropria "le due opzioni (procedura pubblicistica e rispetto della prelazione) appaiono sempre, ex se, incompatibili". ⁽¹⁷⁾ Nelle clausole di prelazione impropria, infatti, il prezzo di vendita è stabilito "al di fuori di qualsiasi confronto concorrenziale", ⁽¹⁸⁾ risultando così frustrata la funzione stessa delle procedure di gara, ossia la selezione del miglior offerente.

Sotto un profilo operativo, il rispetto dell'evidenza pubblica in presenza di una clausola di prelazione statutaria presuppone anzitutto che la procedura di gara venga portata a conclusione, individuando un aggiudicatario provvisorio; le partecipazioni alienande dovrebbero poi essere offerte in prelazione agli altri soci al prezzo risultante dalla

casi procedere, comunque, con un'apposita perizia giurata di stima da parte di un esperto che dovrà indicare il valore di mercato della partecipazione da sottoporre ad alienazione, tenuto conto dell'entità e dell'attività della partecipata, degli elementi di forza e di debolezza rilevabili mentre la delibera di vendita dovrà riportare, in dettaglio, le motivazioni che rendono opportuno procedere con trattativa privata, escludendo procedure ad evidenza pubblica" (così D'ARIES, Sub Art. 10 TUSP, in *Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica*, a cura di D'Aries-Glinianski-Tessaro, Santarcangelo di Romagna, 2016, spec. 88).

⁽¹⁵⁾ Sotto il profilo funzionale una tale previsione persegue una finalità duplice: (i) da un lato consente di mantenere inalterata la struttura della compagine sociale (evitando l'ingresso di terzi estranei), dall'altro (ii) assolve ad uno scopo corporativo c.d. "puro", per tale intendendosi l'interesse alla stabilità e omogeneità del rapporto proporzionale di partecipazione tra i soci. Sul profilo funzionale della clausola di prelazione si v., *ex multis*, DIVIZIA, *Clausola di prelazione in favore di terzo estraneo alla compagine sociale nella S.p.A.*, in *Notariato*, 2012, 574 ss. e MALTONI, *Questioni in tema di prelazione statutaria*, Studio n. 158-2008/I del Consiglio Nazionale del Notariato.

⁽¹⁶⁾ Sulla validità delle clausole di prelazione impropria si v., *ex multis*, BONELLI-ROLI, *Procedure di privatizzazione e clausole di prelazione*, cit., spec. 258, nt. 2, ove ampi riferimenti di dottrina e giurisprudenza.

⁽¹⁷⁾ BONURA, *Manuale delle società a partecipazione pubblica*, cit., spec. 270; nello stesso senso TULLIO, Sub Art. 10 TUSP, cit., spec. 143. Per conclusioni analoghe raggiunte con riferimento alla disciplina di cui al d.l. 31 maggio 1994, n. 332, si v. BONELLI-ROLI, *Procedure di privatizzazione e clausole di prelazione*, cit., spec. 264. Si tenga peraltro che nel presente commento non viene affrontato il tema della compatibilità delle procedure ad evidenza pubblica con eventuali clausole di gradimento, su cui si v. DONATIVI, *Le società a partecipazione pubblica*, cit., 384 ss.

⁽¹⁸⁾ Così, sia pure con riferimento alla normativa di cui al d.l. 31 maggio 1994, n. 332, BONELLI-ROLI, *Procedure di privatizzazione e clausole di prelazione*, cit., spec. 264.

procedura, ⁽¹⁹⁾ in modo da tutelare, per un verso, l'interesse dell'amministrazione a massimizzare il prezzo di vendita e, per altro verso, il diritto dei soci a vedersi preferire ai terzi, a parità di condizioni, nell'acquisto delle partecipazioni. Solo al decorso del termine di offerta senza che sia stato esercitato il diritto di prelazione le partecipazioni verrebbero assegnate in via definitiva all'aggiudicatario della gara; qualora, invece, uno o più soci dovessero esercitare il proprio diritto di prelazione, le partecipazioni verrebbero assegnate a questi ultimi al prezzo formatosi in sede di gara.

Tale modalità di assegnazione, certamente agevole nei casi in cui la procedura sia basata sulla sola offerta economica, presenta profili di maggiore complessità quando la stessa abbia riguardo ad elementi ulteriori quale, ad esempio, la valutazione di requisiti soggettivi dell'offerente. ⁽²⁰⁾ Va peraltro osservato come la presenza di un diritto di prelazione in favore dei soci potrebbe ridurre l'interesse per le procedure di gara, posto che i partecipanti – una volta sostenuti i costi di partecipazione e dopo essersi esposti con un'offerta – potrebbero vedersi preferiti (peraltro a parità di condizioni) i soci privati. ⁽²¹⁾

Tenuto conto di quanto precede, sembra che la disposizione in esame vada letta come volta “*non già a rendere intangibili e prevalenti i diritti di prelazione, bensì a escludere l'automatica decadenza delle relative clausole statutarie (...)*”, ⁽²²⁾ rimettendo la valutazione sull'operatività di queste ultime ad un esame del caso concreto, da svolgersi avendo riguardo alla formulazione delle singole clausole statutarie e delle modalità di svolgimento della procedura di selezione.

4. La clausola di salvaguardia della prelazione: giurisprudenza

Sul tema oggetto di esame è intervenuta anche la giurisprudenza del Consiglio di Stato che, con sentenza n. 4014 del 28 settembre 2016, ha affermato che “*la cessione da parte di un'amministrazione pubblica di una partecipazione in una società partecipata da altri soggetti privati deve necessariamente avvenire tramite l'espletamento di procedure ad evidenza pubblica (procedure che resterebbero precluse laddove si consentisse l'operatività della clausola di prelazione invocata dalle appellanti principali)*” [ndr., enfasi aggiunta].

Sulla scorta di tale rilievo, il Consiglio di Stato ha ritenuto di confermare la sentenza appellata nella parte in cui stabiliva che la clausola di prelazione fosse da ritenersi “*nulla per contrasto con i principi generali di ordine pubblico economico che postulano la messa a gara delle partecipazioni nell'ambito di società miste*”, posto che detta clausola

⁽¹⁹⁾ Una tale sequenza è stata anzitutto immaginata, pur se con riferimento alla disciplina sulle privatizzazioni del 1994, da BONELLI-ROLI, *Procedure di privatizzazione e clausole di prelazione*, cit., spec. 263, secondo i quali, in presenza di una clausola di prelazione propria “*l'ente pubblico venditore (...) potrà: (a) avviare una procedura di vendita «aperta e trasparente», con eventuale pubblicazione di un bando di gara sui giornali; (b) selezionare, attraverso la procedura di cui sub (a), il potenziale acquirente delle azioni disposto ad offrire il prezzo più elevato; (c) offrire «in prelazione» le azioni agli altri soci, allo stesso prezzo e alle stesse condizioni offerte dal «potenziale acquirente» selezionato come indicato sub (b)*”. Nello stesso senso si v. TULLIO, *Sub Art. 10 TUSP*, cit., spec. 143; DONATIVI, *Le società a partecipazione pubblica*, cit., spec. 383. Peraltro è stato rilevato come la previsione di una clausola di prelazione statutaria potrebbe disincentivare la partecipazione alle procedure di gara (v. DONATIVI, *Le società a partecipazione pubblica*, cit., spec. 385).

⁽²⁰⁾ Cfr. BONURA, *Manuale delle società a partecipazione pubblica*, cit., spec. 279.

⁽²¹⁾ Cfr. DONATIVI, *Le società a partecipazione pubblica*, cit., spec. 385.

⁽²²⁾ Cfr. BONURA, *Manuale delle società a partecipazione pubblica*, cit., spec. 280.

prevedeva “*un indifferenziato diritto di prelazione (anche) in favore dei soci privati, in assenza del previo, necessario esperimento di una procedura ad evidenza pubblica*”.

Come osservato, secondo tale ricostruzione il diritto di prelazione contrasterebbe “*con i principi di ordine pubblico economico, in quanto attribuisce al socio privato di società pubblica una posizione di vantaggio*”, che gli consentirebbe di essere preferito all’aggiudicatario pur senza aver partecipato alla gara.⁽²³⁾

Con successiva pronuncia del 24 aprile 2017, n. 1894, il Consiglio di Stato ha chiarito che l’obbligo di evidenza pubblica non dovrebbe trovare applicazione qualora il socio pubblico decida di dismettere l’*intera* partecipazione sociale detenuta; in tale ipotesi, infatti, la procedura di dismissione dovrebbe avvenire nel rispetto dei soli principi di *trasparenza e non discriminazione* (e non già di *pubblicità*), posto che il socio pubblico “*si ritrae completamente dalla vicenda, lasciandovi solo soggetti privati, per cui non si pongono problemi di selezione pubblicistica di un socio destinato a usufruire della collaborazione privilegiata con il soggetto pubblico*”.⁽²⁴⁾ Orientamento, peraltro, confermato anche da altre recenti pronunce, l’ultima delle quali resa dal Consiglio di Stato il 26 ottobre 2018.⁽²⁵⁾

La posizione della giurisprudenza amministrativa sul tema sembra dunque potersi sintetizzare nei termini che seguono: (i) la procedura di offerta in prelazione è incompatibile con la procedura ad evidenza pubblica,⁽²⁶⁾ (ii) quest’ultima non è comunque richiesta laddove il soggetto pubblico dismetta l’*intera* partecipazione sociale detenuta e, pertanto (iii) la previsione di cui all’art. 10, comma 2, cpv. del Testo Unico dovrebbe operare solo in tale ultima ipotesi.⁽²⁷⁾

5. L’orientamento del Consiglio Notarile di Firenze

La Massima, come chiarito nella relativa motivazione, intende fornire una soluzione al problema concernente “*l’ammissibilità – e i relativi requisiti – di una clausola di prelazione statutaria in caso di cessione di partecipazioni in società a partecipazione pubblica*”. In particolare, da una prima lettura della Massima sembra potersi rilevare quanto meno che: (i) è legittima la clausola di prelazione contenuta in uno statuto di società a partecipazione pubblica; (ii) l’offerta in prelazione è compatibile, a determinate condizioni, con la procedura di evidenza pubblica; (iii) la ricostruzione proposta nella

⁽²³⁾ In tal senso si v. NICODEMO, *Società a partecipazione pubblica*, a cura di Nicodemo e Susanna, Ospedaletto, 2018, spec. 109.

⁽²⁴⁾ In particolare si legge che “*la dismissione di quote azionarie pubbliche non è soggetta alle norme sull’evidenza pubblica, e nemmeno a quelle sulla contabilità generale dello Stato, risolvendosi in un’operazione che l’ente pubblico pone in essere con modalità privatistiche, dovendosi soltanto attenere ai generali principi di trasparenza e non discriminazione*”. Nel caso di specie, il Consiglio di Stato era stato chiamato a valutare l’impugnazione di una pronuncia del T.A.R. – che aveva declinato la propria giurisdizione in favore di quella del giudice ordinario – avente ad oggetto la validità della prelazione esercitata da un socio privato di una società mista all’esito di una gara pubblica per l’alienazione dell’intera partecipazione detenuta dal socio pubblico.

⁽²⁵⁾ Si tratta in particolare della sentenza n. 6088. In senso conforme si v. T.A.R. Sardegna, sentenza del 7 aprile 2017, n. 244; T.A.R. Lazio, sentenza del 26 luglio 2017, n. 8946.

⁽²⁶⁾ Sebbene la sentenza del Consiglio di Stato del 2016 parli di “*nullità*”, è stato rilevato nella motivazione della Massima che “*sarebbe stato più coerente con il sistema esprimersi in termini di inopponibilità alla PA*”.

⁽²⁷⁾ Cfr. NICODEMO, *Società a partecipazione pubblica*, cit., spec. 111.

Massima stessa è compatibile con la pronuncia del Consiglio di Stato n. 4014 del 28 settembre 2016; (iv) è opportuno che lo statuto preveda procedure differenziate per le ipotesi di offerta in prelazione “ordinaria” e di offerta in prelazione innestata su procedure ad evidenza pubblica; (v) in tale ultimo caso, la clausola statutaria dovrebbe avere un contenuto sufficientemente articolato.

Le conclusioni brevemente richiamate sembrano conformi alla posizione della dottrina, che ha riconosciuto la compatibilità della procedura di offerta in prelazione (propria) con la procedura ad evidenza pubblica.

Riguardo alla (diversa) posizione della giurisprudenza, la Massima si concentra sulla pronuncia del Consiglio di Stato del 2016, rilevando come, secondo il giudice amministrativo “*l’illegittimità della clausola di prelazione investe infatti la sua idoneità a frustrare le regole della procedura a evidenza pubblica. Pertanto, dal momento che tale procedura appare necessaria, la sua compatibilità con la clausola statutaria di prelazione (questa sì pienamente legittima) può inverarsi nel riferimento, ai fini dell’esercizio della prelazione stessa, al corrispettivo risultante all’esito della procedura*”. Come a dire che l’operatività della prelazione statutaria in una società mista (di per sé *illegittima*, secondo il Consiglio di Stato) potrebbe essere *recuperata* laddove l’offerta in prelazione ai soci privati avvenisse al prezzo formatosi in sede di procedura pubblica.

Indipendentemente dalle valutazioni sulla coerenza di tale proposta ermeneutica con il contenuto letterale della sentenza, è certamente condivisibile l’approccio del Consiglio Notarile di Firenze, volto a tutelare sia un diritto sociale, statutariamente riconosciuto, sia l’interesse delle amministrazioni pubbliche a massimizzare i proventi derivanti dalle attività di dismissione delle proprie partecipazioni.

A ciò si aggiunga che, seguendo l’ulteriore filone giurisprudenziale che esclude l’obbligo di evidenza pubblica nelle ipotesi di *exit* del socio pubblico dal capitale sociale delle partecipate – invero non richiamato nella Massima – la valenza operativa di detto obbligo ne verrebbe sensibilmente ridimensionata, dal momento che resterebbe circoscritta alle sole ipotesi di liquidazione *parziale* degli investimenti nelle società miste da parte delle amministrazioni.

La Massima offre peraltro spunti operativi utili, chiarendo come la partecipazione oggetto di discussione vada offerta in prelazione ai soci al prezzo della proposta di aggiudicazione provvisoria, mentre l’aggiudicazione definitiva dovrebbe avvenire (i) all’esito “*dell’esercizio del diritto di prelazione*”, in tal caso in favore dei soci che l’abbiano esercitata ovvero (ii) “*dell’inutile decorso del termine per il relativo esercizio*”, in tal caso in favore dell’aggiudicatario provvisorio della gara.

Da ultimo la Massima, al fine di garantire il rispetto della sequenza descritta e la tutela dei vari interessi coinvolti, suggerisce l’adozione di clausole statutarie *ad hoc*, finalizzate a regolamentare lo svolgimento delle due diverse procedure. ⁽²⁸⁾

⁽²⁸⁾ In particolare, secondo la Massima, la clausola di prelazione, qualora si innesti su una procedura di evidenza pubblica, dovrebbe prevedere: “*i) che il diritto di prelazione possa essere esercitato al prezzo della proposta di aggiudicazione; ii) che il socio alienante debba dare avviso all’organo amministrativo dell’avvio della procedura a evidenza pubblica entro un determinato termine dalla pubblicazione del*

6. Considerazioni conclusive

La Massima offre un'occasione per svolgere una riflessione su tematiche di attualità e di sicuro impatto pratico, che presentano complessità dovute all'esigenza di dar conto di istanze contrastanti – in parte di matrice pubblicistica e, in parte, di matrice privatistica – poste alla base degli istituti in osservazione.

Le considerazioni svolte dal Consiglio Notarile di Firenze rappresentano peraltro un costruttivo momento di sintesi delle proposte interpretative – non sempre del tutto allineate – offerte dalla dottrina e dalla giurisprudenza sul tema in discorso, in un'ottica “conservativa” sia dei diritti individuali dei soci sia dell'interesse delle amministrazioni pubbliche. In tale ottica peraltro, le proposte, anche operative, contenute nella Massima potrebbero costituire una base utile per la definizione di modelli di prassi condivisi, idonei ad assicurare il corretto svolgimento del processo di disinvestimento delle partecipazioni pubbliche e, al contempo, a garantire la tutela dei diritti individuali dei soci privati, ferma comunque la necessità di tenere sotto osservazione una giurisprudenza, sul punto, ancora in divenire.

bando; iii) che il bando e comunque gli atti di gara segnalino l'esistenza del diritto di prelazione spettante agli altri soci; iv) l'obbligo per il socio alienante di dare notizia dell'intervenuta proposta di aggiudicazione all'organo amministrativo il quale provvederà a darne informazione agli altri soci affinché possano esercitare il diritto di prelazione. Pare inoltre opportuno precisare che l'aggiudicazione verrà effettuata all'esito dell'esercizio del diritto di prelazione o dell'inutile decorso del termine per l'esercizio di tale diritto”.

*Commento all'Orientamento numero 69 del 2018 dell'Osservatorio Società del
Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato*

STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI E DISCIPLINA STATUTARIA DELLA INCIDENZA DELLE PERDITE

GIOVANNI FUMAROLA

L'ORIENTAMENTO⁽¹⁾

La Massima

1. Lo statuto di una società per azioni può prevedere che gli strumenti finanziari partecipativi, emessi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c., e destinati a rafforzare il patrimonio sociale in quanto privi di diritto al rimborso del relativo apporto o valore, conservino i diritti patrimoniali e/o amministrativi agli stessi attribuiti anche qualora la riserva del patrimonio netto a suo tempo costituita a seguito della sottoscrizione di tali strumenti finanziari risulti erosa dalle perdite.

2. Lo statuto di una società per azioni può prevedere che la riserva del patrimonio netto costituita a seguito della sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi, emessi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c., venga intaccata dalle perdite soltanto dopo l'erosione di tutte le altre riserve.

3. Lo statuto di una società per azioni può prevedere che gli strumenti finanziari partecipativi, emessi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c., e destinati a rafforzare il patrimonio sociale in quanto privi di diritto al rimborso del relativo apporto o valore, siano annullati soltanto a seguito dell'annullamento per perdite delle azioni e in misura proporzionale – c.d. pari passu – rispetto a queste ultime.

4. Lo statuto di una società per azioni può prevedere che, in caso di erosione per perdite della riserva costituita a seguito della sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi, emessi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c., l'esercizio dei diritti incorporati negli strumenti finanziari partecipativi sia sospeso sino a quando la riserva non venga

⁽¹⁾ Orientamento già apparso, con motivazione, in *Riv. not.*, 2018, pp. 882 ss. Per maggior linearità, le note bibliografiche a piè di pagina apparse nella versione disponibile sul sito del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato (sezione "Osservatorio – Società – Orientamenti") sono state omesse ma ampiamente assorbite fra quelle di corredo al commento di cui *infra*.

ricostituita, stabilendo altresì che i futuri utili siano destinati prioritariamente alla ricostituzione di detta riserva.

5. Lo statuto di una società per azioni può prevedere che gli strumenti finanziari partecipativi, emessi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c., e destinati a rafforzare il patrimonio sociale in quanto privi di diritto al rimborso del relativo apporto o valore, siano destinati ad essere annullati, con conseguente estinzione dei diritti in essi incorporati, qualora la riserva costituita con gli apporti eseguiti a seguito della loro sottoscrizione sia stata erosa in conseguenza di perdite. In questo caso l'annullamento sarà integrale nel caso in cui le perdite abbiano completamente eroso la riserva, altrimenti sarà proporzionale alla misura dell'erosione.

6. Lo statuto di una società il cui capitale sia rappresentato da azioni senza indicazione del valore nominale può prevedere che gli strumenti finanziari partecipativi, emessi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c., e destinati a rafforzare il patrimonio sociale in quanto privi di diritto al rimborso del relativo apporto o valore, incorporino il diritto di conversione in azioni postergate nella partecipazione alle perdite, sospensivamente condizionato alla erosione per perdite della riserva a suo tempo costituita a seguito della sottoscrizione di tali strumenti finanziari. Lo statuto potrebbe altresì contemplare una conversione automatica degli strumenti finanziari in azioni senza valore nominale, nei termini sopra indicati, quale conseguenza della erosione della riserva costituita a seguito della sottoscrizione degli strumenti finanziari partecipativi.

La Motivazione

1. Gli orientamenti muovono da due premesse. La prima è che l'art. 2346, comma 6, c.c. consente all'autonomia statutaria di creare strumenti finanziari partecipativi destinati a rafforzare il patrimonio netto della società. Più precisamente la dottrina riconosce l'imputabilità a patrimonio netto di una riserva di importo corrispondente agli apporti dei sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi, alla duplice condizione che detti strumenti finanziari partecipativi: i) non garantiscano un diritto incondizionato alla restituzione dei suddetti apporti in capo alla società emittente o comunque una restituzione postergata al soddisfacimento delle pretese di ogni altro soggetto titolare di un diritto di credito nei confronti della società e ii) uniscano all'irredimibilità, nei termini appena detti, di quanto apportato dal sottoscrittore di strumenti finanziari partecipativi una remunerazione dipendente dalla esistenza – e dunque condizionata all'accertamento contabile – di un utile distribuibile. In presenza di tali presupposti ha luogo l'appostamento a patrimonio netto di una nuova riserva “targata” di valore pari all'insieme degli apporti che i titolari degli strumenti finanziari partecipativi abbiano effettuato o si siano impegnati a effettuare a vantaggio della società emittente. La seconda premessa è che la riserva di patrimonio netto costituita in conseguenza della sottoscrizione degli strumenti finanziari, a fronte di apporti che per le loro caratteristiche consentano questa imputazione, è destinata ad essere utilizzata per la copertura di eventuali perdite che la società dovesse registrare; e che la sua erosione a seguito di tali perdite deve aver luogo prima che le stesse intacchino il capitale sociale in base al c.d. principio degli “strati del patrimonio netto”.

2. Sulla base di questi assunti si pone il quesito al centro dei presenti orientamenti: se, e in quale misura, in presenza di strumenti finanziari emessi a fronte di apporti destinati a

costituire una riserva, sia possibile disciplinare – nello statuto o nel regolamento di emissione a esso allegato – la loro partecipazione alle perdite e in quale relazione si ponga la partecipazione alle perdite dello strumento finanziario partecipativo rispetto alla “naturale” partecipazione alle perdite delle azioni. In particolare, si intende esaminare se sia possibile, ed entro quali limiti, regolamentare la sorte degli strumenti finanziari partecipativi in conseguenza della cancellazione, totale o parziale, della riserva che era stata costituita a fronte della loro emissione.

La tesi posta a fondamento degli orientamenti è che non vi sia un necessario collegamento biunivoco tra strumenti finanziari partecipativi, da un lato, e riserva storicamente costituita a seguito della loro sottoscrizione, dall’altro; sicché l’erosione di quest’ultima a seguito di perdite non è destinata a determinare automaticamente un corrispondente e proporzionale annullamento dei primi. In altre parole, i titolari di strumenti finanziari partecipativi, che concorrono con i loro apporti al rafforzamento dei mezzi propri della società emittente, (possono, ma) non devono necessariamente sopportare il rischio d’impresa in misura superiore agli azionisti, in quanto l’ordinamento (può consentire, ma) non impone una loro partecipazione alle perdite in misura antergata rispetto agli azionisti.

Verso tale conclusione convergono considerazioni di ordine sistematico e letterale.

3. In primo luogo, le regole sull’imputazione delle perdite fra riserve e capitale devono essere interpretate in coerenza con le regole sull’ordine “verticale” di distribuzione del patrimonio sociale tra i vari portatori di pretese, sancito, in via di principio, con riguardo alla liquidazione del patrimonio sociale in ambito societario (art. 2491 c.c.) e confermato dal diritto delle procedure concorsuali (artt. 111 e 160 l. fall.).

Nelle disposizioni ora richiamate la dottrina ha ravvisato una espressione della “regola tipologica (...) della postergazione assoluta della restituzione dei valori imputati a capitale”, la quale comporta, in sede di liquidazione (volontaria o concorsuale) della società per azioni, “che qualunque residuo attivo vada necessariamente destinato ai sottoscrittori di titoli non azionari (prima agli obbligazionisti e ai portatori di strumenti finanziari titolari di un diritto al rimborso certo, quindi agli obbligazionisti e ai portatori di strumenti finanziari titolari di un diritto al rimborso condizionato ex art. 2411, comma 3, c.c., e infine ai portatori di strumenti finanziari senza diritto al rimborso), che rimarranno dunque sempre preferiti in sede di liquidazione agli azionisti”.

Tale prospettiva aiuta del resto a comprendere, sul piano sistematico, la ragione per la quale il legislatore, nell’introdurre il nuovo istituto degli strumenti finanziari partecipativi, abbia avuto cura di riservare ai soli azionisti – esclusivi titolari, proprio in quanto residual claimants, dell’interesse tipico di socio – il diritto di voto nell’assemblea generale della società emittente, circoscrivendo entro limiti ben definiti l’ambito dei diritti amministrativi attribuibili ai titolari di strumenti finanziari partecipativi.

Se in occasione della liquidazione della società la pretesa degli azionisti è postergata a quella di tutti gli altri soggetti titolari che a vario titolo vantano pretese o aspettative sul patrimonio sociale, gli interpreti si sono interrogati se l’autonomia statutaria possa, da un lato, derogare a tale principio permettendo una partecipazione antergata alle perdite degli strumenti finanziari partecipativi, sino al punto da posporre questi ultimi nel (e

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

finanche escluderli dal) riparto del patrimonio finale di liquidazione; dall'altro, disciplinare la partecipazione alle perdite durante societate in termini conformi (o difformi) rispetto alla regola operante in sede di liquidazione.

Ed è su quest'ultimo profilo che si appuntano gli orientamenti in esame, riconoscendo il più ampio spazio d'intervento all'autonomia statutaria che potrà liberamente dispiegarsi prevedendo, alternativamente:

- i) una incidenza prioritaria delle perdite sugli strumenti finanziari, con il corollario che gli stessi potranno essere annullati prima dei titoli azionari e proporzionalmente all'annullamento della relativa riserva;*
- ii) una partecipazione paritaria alle perdite degli azionisti e dei titolari di strumenti finanziari, con annullamento pari passu degli strumenti finanziari e delle azioni;*
- iii) la postergazione degli strumenti finanziari nella partecipazione alle perdite, così estendendo durante societate la regola dettata per la liquidazione dell'ente;*
- iv) l'affrancamento dei diritti riconosciuti dagli strumenti finanziari ai loro titolari dalla sorte della riserva storicamente costituita a fronte della loro sottoscrizione, con conseguente permanenza dei primi nonostante l'annullamento della seconda.*

Quanto a questi ultimi profili, va sottolineato che la soluzione prospettata prescinde dalla posizione assunta in ordine alla qualificazione della riserva da strumenti finanziari partecipativi e alla più recente proposta interpretativa volta a un ripensamento del sistema del netto.

La riconduzione della riserva in esame nell'ambito delle riserve c.d. "targate" (o "personalizzate") – sulla quale tende a convergere l'opinione della maggior parte degli interpreti – consente di estendere alle stesse il noto insegnamento dottrinale secondo il quale in tali ipotesi "la perdita potrà cominciare ad incidere sulla riserva 'targata' solo dopo che la riserva legale sia esaurita con l'impiego della copertura delle perdite"; e vale dunque, a fortiori, a legittimare la clausola statutaria che "espone la riserva in discorso all'incidenza delle perdite solo dopo che queste abbiano esaurito (erodendole) tutte le riserve, per così dire, di spettanza comune (e cioè di tutti i soci)". L'orientamento non presuppone però il superamento della tesi tradizionale, tuttora largamente prevalente, secondo la quale la riserva, nonostante la sua "targatura", deve essere comunque intaccata, come ogni parte del netto diversa dal capitale sociale, prima di quest'ultimo.

Il riconoscimento che la riserva costituita a fronte dell'emissione di strumenti finanziari è destinata a essere erosa prima del capitale sociale non implica, infatti, quale necessaria conseguenza, l'estinzione dei diritti attribuiti dagli strumenti finanziari, i quali si configurano alla stregua di un "debito, onere o compressione dei diritti dei soci" e, come tali, sono suscettibili di sopravvivere alla cancellazione della riserva storicamente costituita a fronte del loro apporto. Sotto tale profilo, non soltanto la postergazione nelle perdite degli strumenti finanziari di "quasi capitale" rispetto alle azioni è pienamente conciliabile con il principio degli "strati del netto", ma l'autonomia statutaria è legittimata ad operare una più radicale recisione del collegamento tra gli strumenti finanziari emessi a fronte di apporti iscritti all'attivo del bilancio e la riserva che

l'emittente aveva creato, in origine e in misura corrispondente al valore di tali apporti, al passivo. Del resto, la correlazione fra diritti accordati agli strumenti finanziari e una specifica riserva non soltanto può venire meno nel corso della vita della società, in forza della previsione statutaria in esame, ma potrebbe mancare ab origine, ove si consideri che la legge consente sia l'emissione di strumenti finanziari a fronte di valori non suscettibili di precisa valutazione economica (in quanto tali non suscettibili di creare una riserva), sia la loro assegnazione gratuita a favore dei dipendenti della società o di sue controllate, anche in assenza di un "apporto" o destinazione di utile (art. 2349, comma 2, c.c.). Anche al di fuori di quest'ultima peculiare ipotesi, l'autonomia statutaria potrà recidere il rapporto tra strumenti finanziari e relativa riserva, prevedendo che i primi mantengano il diritto di partecipazione precedentemente loro spettante anche in caso di azzeramento della seconda.

Tale soluzione andrà peraltro valutata con grande cautela, in quanto suscettibile di condizionare future operazioni di ricapitalizzazione, posto che i sottoscrittori dei titoli azionari di nuova emissione resterebbero gravati da un onere "ultrattivo" rispetto alla erosione dell'interno patrimonio sociale esistente al momento della emissione degli strumenti finanziari in questione e, in quanto tale, suscettibile di protrarsi indefinitamente nel tempo.

Al di là di questa previsione, nella regolamentazione dei rispettivi rapporti, azionisti e investitori in "quasi capitale" potranno optare tra i due poli opposti i) della postergazione degli strumenti finanziari nella partecipazione alle perdite ovvero ii) della loro integrazione rispetto agli azionisti, contemplando un automatico e prioritario annullamento degli strumenti finanziari in conseguenza dell'erosione della relativa riserva, quand'anche le perdite non abbiano inciso sul capitale (e dunque sui titoli azionari). Tra questi estremi si iscrivono soluzioni intermedie, parimenti legittime, quali la previsione di una partecipazione pari passu nelle perdite, con annullamento di entrambe le categorie di titoli (azioni e strumenti finanziari), in parallelo e in misura proporzionale.

La perdurante incertezza su quale sia la regola legale destinata a trovare applicazione in assenza di previsioni statutarie vale a sottolineare l'importanza di una clausola esplicita e volta a regolamentare in termini univoci l'ordine di partecipazione alle perdite.

4. Se il ventaglio di opzioni è dunque quanto mai ampio, va osservato come, sul piano sistematico, la postergazione nelle perdite degli strumenti finanziari appaia la soluzione più coerente rispetto al principio di corrispondenza potere-rischio, da sempre caratterizzante, pur con le possibili deroghe statutarie, l'ordinamento delle società organizzate su base azionaria. L'azionista è il soggetto che nutre maggiore interesse alla gestione della società, in quanto beneficia dei guadagni e sopporta in via prioritaria le perdite quale residual claimants, così da apparire razionale attribuire allo stesso, e in via esclusiva, la legittimazione all'esercizio del diritto di voto in assemblea. Ed è proprio la regola di corrispondenza potere-rischio, che allocando il potere di voto in capo ai soggetti che subiscono per primi le perdite garantisce una più proficua gestione della società, giustifica i limiti che la legge pone all'attribuzione di poteri di voto agli strumenti finanziari partecipativi.

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

In questo quadro, è evidente che qualora si esponano i titolari degli strumenti finanziari partecipativi alle perdite prima degli azionisti, i risultati negativi della gestione finirebbero per impattare prima su chi ha effettuato un investimento (bensì di rischio, ma) pur sempre di “quasi capitale” e solo dopo sugli unici titolari del diritto di voto nell’assemblea chiamata a deliberare sulla nomina degli organi di amministrazione e controllo, sulle politiche di remunerazione, sul bilancio e sui dividendi, oltre che sulle modificazioni statutarie (e le eventuali autorizzazioni ad operazioni gestorie richieste dallo statuto). Si verrebbe così a creare un disallineamento tra l’interesse di cui sono portatori gli azionisti e l’interesse collettivo dell’organizzazione societaria, perché le decisioni degli azionisti ricadrebbero in via prioritaria sui titolari degli strumenti finanziari partecipativi e solo in seconda battuta sugli azionisti stessi, che non sarebbero più i portatori della pretesa “residuale” sul patrimonio sociale.

Si può pertanto conclusivamente rilevare che la regola volta a ricollegare all’erosione della riserva in via anticipata rispetto al capitale sociale l’annullamento degli strumenti finanziari in via antergata rispetto ai titoli azionari finisce per determinare una alterazione dell’ideale climax ascendente che connota il rischio d’impresa dei diversi soggetti che concorrono al finanziamento della e all’investimento nella impresa azionaria. Una scala sulla quale, in linea teorica, si dovrebbero collocare, come tipologicamente meno rischiosi, i finanziamenti effettuati a fronte di obbligazioni, ovvero di strumenti finanziari soggetti alla disciplina obbligazionaria (art. 2411, ult. co., c.c.) e strumenti finanziari partecipativi con diritto di rimborso (o “di debito”); ma che vedrebbe al polo opposto non già l’investimento realizzato mediante la sottoscrizione di titoli rappresentativi del capitale, ma l’apporto di “quasi capitale”, a fronte dell’emissione di strumenti finanziari i cui titolari rimarrebbero così esposti all’alea del risultato imprenditoriale in misura più marcata degli stessi azionisti.

Se tale assetto non sembra presentare in sé profili di illegittimità – e ben potrebbe essere oggetto di esplicita previsione statutaria – l’ordinamento non sembra porre ostacoli all’introduzione di clausole volte a riportare a maggior coerenza l’assetto dei rapporti tra capitale e “quasi capitale”. Sotto tale profilo, la soluzione che meglio è in grado di garantire la coerenza del sistema rispetto alle proprie opzioni di fondo è rappresentata dalla previsione che le perdite incidano prioritariamente sui soci e, solo successivamente sui soggetti, che, sottoscrivendo strumenti finanziari non azionari, è ragionevole siano posposti nella sopportazione delle perdite rispetto ai soci; e ciò non soltanto in sede di liquidazione, ma anche durante la vita di quella peculiare impresa in forma di s.p.a. la cui gestione la legge affida “in via esclusiva” ad amministratori eletti – quanto meno, in maggioranza – dall’assemblea degli azionisti.

L’ampia autonomia statutaria si pone del resto in piena sintonia con la configurazione normativa degli strumenti in esame, che il legislatore offre agli operatori quale istituto appunto “ibrido”, suscettibile di assumere configurazioni cangianti con riguardo tanto alla loro “partecipatività” in senso in senso corporativo, e dunque in relazione alla più o meno ampia dotazione di prerogative e diritti latamente amministrativi, quanto al grado di partecipazione ai risultati dell’attività e, più latamente, al rischio d’impresa. Caratteristiche strutturali, queste ultime, che si raccordano sul piano funzionale, alla elettiva destinazione degli strumenti partecipativi a investitori professionali, in grado di negoziare con adeguato potere contrattuale la disciplina dell’investimento effettuato tramite i titoli in esame, valutandone preventivamente rischi e prospettive reddituali.

5. *L'affrancamento dei diritti incorporati negli strumenti finanziari dalla sorte della riserva storicamente costituita a fronte della loro sottoscrizione – e, più in generale, del patrimonio netto dell'emittente – incontra peraltro alcuni limiti e può essere oggetto di distinte previsioni statutarie.*

Così l'estinzione dei diritti incorporati negli strumenti finanziari può essere collegata alla erosione per perdite (non già della relativa riserva, ma) del patrimonio sociale. Più precisamente, il venir meno dei diritti in esame potrà essere ricondotto tanto all'integrale azzeramento del patrimonio netto, quanto ad ogni ipotesi di riduzione del capitale per perdite, prevedendosi un annullamento degli strumenti finanziari – con estinzione dei relativi diritti – da rapportare e quindi proporzionale all'annullamento dei titoli azionari (pari passu).

Sotto altro versante, e in termini più riduttivi, si potrebbe prevedere che l'annullamento della riserva determini una sospensione di tutti o di alcuni dei diritti attribuiti agli strumenti finanziari, sino a quando tale riserva non sarà ricostituita, e cioè sino a quando non raggiunga il valore originario corrispondente al valore complessivo degli apporti effettuati in sede di sottoscrizione degli strumenti finanziari: a questo fine è chiaramente necessario che la clausola statutaria contempra espressamente il vincolo di destinazione degli utili futuri.

Il riferimento agli utili offre l'occasione per rammentare che le già richiamate condizioni richieste dalla giurisprudenza affinché gli strumenti partecipativi concorrano al rafforzamento del patrimonio netto implicano che i loro titolari, oltre a non godere durante società di alcuna pretesa restitutoria del valore apportato, non possano essere remunerati in assenza di un utile distribuibile. Da tale premessa discende una inevitabile sospensione di tali prerogative patrimoniali in presenza di perdite tali da elidere le plusvalenze disponibili.

Oltre che sulla remunerazione, la sopravvenienza di perdite potrebbe risultare comunque destinata ad incidere su altre prerogative riconosciute agli strumenti partecipativi in esame.

Una prima area problematica riguarda l'altro diritto patrimoniale per eccellenza, ovvero il diritto al riparto proporzionale dell'attivo che eventualmente residui in sede di liquidazione, dopo il pagamento dei creditori. Al riguardo, proprio per la natura di capitale di rischio (in senso lato) dell'investimento effettuato, pare opportuno valutare l'inserimento di una clausola statutaria che ne preveda l'estinzione in caso di totale erosione del patrimonio sociale, e dunque tanto del valore corrispondente all'apporto effettuato dai titolari degli strumenti finanziari, quanto dello stesso capitale sociale.

Tale condizione risolutiva, rappresentata dall'azzeramento per perdite dell'intero patrimonio sociale, potrebbe:

a) essere estesa anche agli altri diritti, così da evitare la permanenza in capo ai titolari degli strumenti finanziari di pretese suscettibili altrimenti di protrarsi indefinitamente nel tempo, sopravvivendo anche a successive plurime ricapitalizzazioni, ma al contempo

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

b) trovare un correttivo nel diritto dei titolari degli strumenti finanziari di effettuare nuovi apporti volti a ripatrimonializzare la società, con assegnazione di nuovi strumenti finanziari in misura tale da ripristinare il preesistente rapporto tra capitale e “quasi capitale”, così da permettere di conservare i valori patrimoniali impliciti non rappresentati nello stato patrimoniale.

Sempre in tale prospettiva va soggiunto che in ogni caso, e dunque anche a prescindere da eventuali previsioni statutarie, il rimborso in sede di liquidazione potrà aver luogo soltanto dopo il pagamento dei creditori sociali; mentre qualunque diritto di disinvestimento contemplato a favore degli strumenti finanziari durante società, sia esso derivante da diritto di recesso o da obbligo di riscatto in capo alla società emittente, andrà necessariamente subordinato alla effettiva sussistenza di valori attivi corrispondenti all’apporto, imponendosi, in caso di perdite tali da ridurre il patrimonio sociale al di sotto di tale importo, una corrispondente riduzione – e, in caso di integrale erosione, l’azzeramento – della quota di liquidazione o del prezzo di riscatto.

In secondo luogo, viene in considerazione l’eventuale diritto di conversione in azioni. A differenza di quanto avviene per gli strumenti finanziari partecipativi “di debito”, che sono connotati da un diritto alla restituzione del valore nozionale di quanto apportato dal sottoscrittore e concorrono, conseguentemente, a formare una voce di debito della società emittente, suscettibile di conversione in capitale di rischio, per gli strumenti finanziari di “quasi capitale” la conversione in azioni postula la perdurante esistenza, nel patrimonio dell’emittente, di una posta di netto a ciò destinata.

Al riguardo si impongono peraltro alcune precisazioni.

Innanzitutto, la posta in esame non deve necessariamente essere rappresentata dalla riserva che era stata storicamente costituita a fronte della sottoscrizione degli strumenti partecipativi, ma ben potrà essere individuata, in base ad apposita previsione statutaria, in altra riserva suscettibile di essere asservita alla futura ed eventuale conversione.

In secondo luogo, la clausola statutaria potrebbe prevedere, in termini più cautelativi, che il diritto di conversione sia esercitabile dai titolari degli strumenti finanziari al verificarsi di perdite tali da incidere su altre riserve disponibili o comunque anteposte nell’incidenza delle perdite rispetto a quella costituita a fronte dell’emissione degli strumenti finanziari partecipativi; riserva, quest’ultima, di cui potrà dunque constatarsi la perdurante esistenza al momento della conversione, procedendosi alla sua imputazione a capitale prima che la stessa venga erosa dalle perdite.

Da ultimo, va sottolineato che la sussistenza della posta in questione è in tanto necessaria, in quanto la conversione determini un aumento del capitale sociale; per contro, qualora le azioni della società siano prive dell’indicazione del valore nominale, la società emittente ben potrà deliberare “l’emissione delle azioni a servizio della conversione senza un corrispondente aumento del capitale sociale, con conseguente incremento del numero delle azioni (al momento della conversione) a valere sul medesimo ammontare nominale del capitale sociale”. Tale orientamento, recentemente espresso dal Consiglio Notarile di Milano, riflette la consapevolezza che anche sotto tale profilo l’autonomia privata può far venire “così meno la correlazione tra l’emissione delle nuove azioni e la sussistenza della riserva da imputare a capitale”; e vale pertanto a confermare la legittimità del riconoscimento statutario della sopravvivenza dei diritti

incorporati negli strumenti finanziari partecipativi all'annullamento della riserva creata per controbilanciare al passivo il valore apportato al momento della loro sottoscrizione.

Nel solco di questa impostazione, si colloca l'ulteriore clausola statutaria, qui proposta, che:

i) prevede, alternativamente, un diritto di conversione o una conversione automatica degli strumenti finanziari in azioni, il primo sospensivamente condizionato all'annullamento per perdite della riserva da strumenti finanziari e il secondo quale immediato corollario di tale annullamento; sicché l'erosione della riserva determinerebbe, non già l'annullamento degli strumenti finanziari, bensì la loro possibile o automatica conversione in azioni, consentita dalla mancata indicazione del loro valore nominale e tale da determinare una diluizione del valore nominale (che ovviamente rimarrebbe sempre inespresso) delle azioni già emesse al momento della conversione;

ii) suggerisce la possibile previsione della conversione degli strumenti finanziari in azioni postergate nella partecipazione alle perdite, permettendo ai loro titolari di conservare un rischio del loro investimento comunque inferiore rispetto agli azionisti ordinari. Risultato, quest'ultimo, che varrebbe a perpetuare una posposizione nella partecipazione alle perdite dei possessori di strumenti finanziari (quali investitori in "quasi capitale") rispetto agli azionisti; e, come tale, ben potrebbe essere contemplato anche nelle altre ipotesi di conversione in capitale degli strumenti finanziari partecipativi.

Alle medesime finalità è ispirata un'ulteriore e peculiare opzione statutaria prospettata, proprio in sede di presentazione del primo orientamento in esame, da chi ha suggerito di affiancare alla già ricordata previsione per la quale la riserva del patrimonio netto costituita a seguito della sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi è destinata ad essere intaccata dalle perdite come ultima voce del netto, prima del capitale, la contestuale previsione dell'acquisto automatico da parte dei titolari degli strumenti finanziari di un numero di azioni corrispondente ai titoli che sarebbero stati annullati qualora le perdite non fossero state preventivamente assorbite dalla riserva da strumenti finanziari. Nello statuto verrebbe in tal modo introdotta una clausola in base alla quale, al verificarsi di perdite tali da incidere sulla riserva del patrimonio netto costituita a seguito della sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi – e destinata ad essere intaccata dalle perdite soltanto dopo l'erosione di tutte le altre riserve – si determinerebbe automaticamente l'acquisto da parte dei titolari degli strumenti finanziari di tante azioni quante sarebbero annullate per perdite, ove queste ultime non fossero state assorbite dalla riserva, con contestuale annullamento degli strumenti finanziari partecipativi.

Anche tale previsione mira a garantire una minor esposizione alle perdite degli investitori in "quasi capitale" rispetto agli azionisti, insita nella natura ibrida degli strumenti finanziari partecipativi. A differenza del meccanismo sopra indicato, quest'ultima clausola non prefigurerebbe una conversione, e dunque non determinerebbe l'emissione di nuovi titoli azionari a servizio della stessa, ma semplicemente un riscatto azionario; essa è pertanto suscettibile di trovare applicazione anche in presenza di azioni con valore nominale espresso.

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

Al contempo, configurandosi le azioni (o comunque quelle destinate a subire il riscatto dai titolari di strumenti finanziari) come riscattabili ai sensi dell'art. 2437-sexies c.c., la determinazione del relativo prezzo sembra doversi comunque operare in conformità dell'art. 2437-ter c.c., sicché gli azionisti che subiscono il riscatto avranno diritto a percepire un corrispettivo commisurato al valore di liquidazione della partecipazione in caso di recesso (che ben potrebbe riflettere, oltre al valore nominale del capitale, non ancora eroso dalle perdite operando il meccanismo in via preventiva, attivi non rappresentati o non rappresentabili in bilancio).

Tanto la clausola ora ricordata quanto la clausola di conversione in azioni oggetto dell'ultimo orientamento presentano il pregio di garantire una maggiore trasparenza esterna, posto che, a seguito della conversione o del riscatto dei titoli azionari, i diritti residuali – e in particolare il diritto di riparto proporzionale del residuo attivo di liquidazione – continuerebbero a essere corrispondentemente riflessi nelle poste del netto; per contro, nella clausola che prevede la conservazione dei diritti degli strumenti finanziari partecipativi, pur in assenza di una corrispondente riserva riflessa in bilancio, la perdurante sussistenza di tali prerogative è desumibile unicamente dalla relativa clausola statutaria.

Va peraltro sottolineato che, rispetto alla previsione suggerita nel primo orientamento che qui si pubblica, i meccanismi da ultimo considerati presuppongono la disponibilità di chi investe in strumenti finanziari ad assumere la diversa veste di azionista o comunque ad accettare di partecipare al rischio di impresa pari passu rispetto agli azionisti. Inoltre, il rischio sopra paventato di una sopravvivenza di pretese in capo a strumenti finanziari non adeguatamente riflesse nei prospetti contabili potrebbe essere contemperato dal già richiamato correttivo della estinzione dei diritti – o, più selettivamente, dei diritti di natura patrimoniale – degli strumenti finanziari in conseguenza della totale erosione del patrimonio sociale per perdite, opportunamente esplicitabile da un'apposita previsione statutaria (ed accompagnato dall'eventuale correttivo del riconoscimento di un diritto di opzione su strumenti finanziari aventi le medesime caratteristiche di quelli annullati, che la società si impegnerebbe ad emettere).

IL COMMENTO

Sommario: 1. Introduzione (1.1) ambito oggettivo della massima e (1.2) sintesi delle questioni trattate – 2. Ordine nell'erosione dalle perdite della riserva d'*emissione strumenti finanziari partecipativi*: la tensione fra la teorica degli *strati del netto* e il vincolo tipologico della sopportazione delle perdite da parte degli azionisti – 3. (*segue*) Un *unicum* giurisprudenziale: la conversione *pericolosa* degli s.f.p. da parte di IMI Fondi Chiusi SGR S.p.A. e la tensione fra la tesi dell'erosione *pari passu* col capitale (o del capitale *finanziario*) e quella dell'erosione antergata al capitale – 4. Erosione per perdite della riserva d'*emissione strumenti finanziari partecipativi* ed esercizio dei diritti da parte degli *strumentisti*: la tesi dell'autonomia del profilo societario da quelli contabile e sua critica – 5. Erosione per perdite della riserva d'*emissione strumenti finanziari partecipativi* e loro convertibilità in azioni postergate nella partecipazione alle perdite. La conversione *incrementale* e quella *diluitiva*. – 6. Appendice (estratti di regolamenti s.f.p significativi): s.f.p. di *ristrutturazione* di società quotata, EEMS Italia S.p.A. (6.1) e non quotata, Stefanel S.p.A. (6.2) s.f.p. da *privatizzazione*, Airport Handling S.p.A. (ex SEA Handling S.p.A.) (6.3); s.f.p. da *consolidamento* del controllo, Guala Closures S.p.A. (6.4).

1. Introduzione

Volendo iniziare dall'intitolazione della massima che si commenta – “*Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria della incidenza delle perdite*” – può notarsi come questa pecchi allo stesso tempo per eccesso e per difetto: per un verso, infatti, la massima verte non su tutto il *genus* degli strumenti finanziari partecipativi (nel prosieguo, per brevità, com'è d'uso abbreviarli, “s.f.p.”) ma solo su quelli “*destinati a rafforzare il patrimonio sociale in quanto privi di diritto al rimborso del relativo apporto o valore*” (1, 3, 5 e 6 della massima) – che, in prima approssimazione, potremmo definire gli s.f.p. *di rischio*, in giustapposizione a quelli *di debito* – e, per l'altro, il riferimento alla sola “*incidenza delle perdite*” non rende giustizia alla più ampia aspirazione della massima a fornire una chiave di lettura per la generale disciplina, societaria e contabile, degli s.f.p. *di rischio*. Chiave di lettura che – lo si anticipa sin da ora – è proprio incentrata sulla “*disciplina statutaria*” giacché quella legale non può che lasciare l'interprete insoddisfatto: del tutto coerentemente con la valorizzazione dell'autonomia statutaria, cui la scarna disciplina codicistica degli strumenti finanziari partecipativi e di quelli non partecipativi ⁽²⁾ è tributata, ⁽³⁾ la massima si propone – in modo *immediato* – di tracciare i confini fino ai quali questa auspicata autonomia può spingersi (“*Lo statuto di una società per azioni può prevedere...*”, così l'*incipit* di ciascuno dei sei in cui la massima si articola). Ma facendo ciò non può che per finire di tratteggiare – in modo, quindi, *mediato* – i confini tipologici della fattispecie degli s.f.p. *di rischio* di modo che l'esercizio dell'autonomia risulti sistematicamente coerente e non sconfini nell'*appropriazione* dei tratti essenziali di quella che è la fattispecie che più gli è prossima, ossia l'azione, finendo per violare, così, norme (*in thesi*) imperative. E questo in particolar modo allorché uno dei tratti essenziali in parola sia, più in generale, un connotato tipologico della società azionaria nel suo complesso e non (solo) dell'azione, come ad esempio il principio per cui gli azionisti debbano necessariamente essere i *pretendenti ultimi* o *residuali* (o

⁽²⁾ Il riferimento, com'è ovvio, è alla disciplina, rispettivamente, degli artt. 2346, comma sesto, e 2411, comma terzo, cod. civ.

⁽³⁾ Enfatizza il ruolo dell'autonomia statutaria nel colorire la causa contingente della fattispecie degli s.f.p. – che in astratto sarebbe neutra – il già classico commento di NOTARI (e GIANNELLI), *Sub Art. 2346, c. 6, cod. civ.*, in *Azioni*, a cura di ID., in *Commentario alla riforma delle società* a cura di Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, Milano, 2008, pp. 77 ss. (§ 6.2), posizione poi ribadita nel più recente *Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi negli orientamenti interpretativi del notariato milanese*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1145; nello stesso senso D'ATTORRE, *Gli strumenti finanziari partecipativi nella crisi d'impresa*, in *Dir. fall.*, 1, 2017, p. 331; FIMMANÒ, *Assetti rigidi e assetti variabili nell'articolazione del patrimonio della S.p.A.*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 883; INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2017, pp. 129 ss.; LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 533 (sulla scorta dell'esperienza tedesca degli *aktienähnliche Genußscheine*). Negano in radice ogni configurazione della causa sottostante al negozio di emissione degli s.f.p. diversa dalla *causa credendi* FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, p. 817; LIBONATI, *I “nuovi” strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, p. 8; MIGNONE, commento *Sub Art. 2349, c. 2, cod. civ.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso e Montalenti, Bologna, p. 79; SPADA, *Azioni e strumenti finanziari*, in *Studi e Materiali del Consiglio nazionale del Notariato*, 2004, suppl. n. 2, pp. 226 ss.; ID., *C'era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, p. 9 (prendendo le mosse da un inquadramento della fattispecie secondo la rappresentazione contabile dell'associazione in partecipazione); ID., *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, pp. 627 ss.

residual claimants, per dirla all'inglese ⁽⁴⁾) alla restituzione *pro quota* del patrimonio sociale, principio che sembrerebbe generare una tensione fra il fatto che al contratto sociale partecipino soggetti diversi dagli (e meno *potenti* degli) azionisti – che, in quanto tali, dovrebbero *rischiare* meno – e la rappresentazione contabile che degli apporti di questi ultimi ne viene data nei conti della società.

Il notariato fiorentino, insomma, nel tentativo di orientare in modo omogeneo il vaglio di legalità che la *categoria* è chiamata a fare sul documento che detta la disciplina negoziale della fattispecie – cioè lo statuto (art. 2346, comma sesto, cod. civ. : “...lo statuto *ne disciplina le modalità e condizioni di emissione...*”)⁽⁵⁾ – prende posizione su alcune questioni fra le più controverse ⁽⁶⁾ in materia di s.f.p. *di rischio*, quelle cioè inerenti l'intersezione fra la disciplina societaria e quella contabile, dicendo cosa l'autonomia statutaria può fare e desumendosi, quindi, quello che non può fare e spingendosi, infine, a proporre la disciplina naturale che troverebbe applicazione in supplenza del mancato esercizio dell'autonomia statutaria.

1.1 Ambito oggettivo della massima

La massima, come già accennato, riguarda i soli s.f.p. *di rischio* cioè quelli strumenti la cui emissione ha genesi a fronte di un “*apporto*” (parola, com'è noto, sempre dell'art. 2346) in favore della società di beni o denaro ⁽⁷⁾ avente causa *societaria* ossia costituenti

⁽⁴⁾ Pur nella varietà dei contesti dottrinali in cui ricorre l'espressione, si rinvia, limitatamente ai profili giuridici, al saggio di BLACK, *Corporate Law and Residual Claimants*, *Stanford Law and Economics Olin Working Paper* n. 217, bozza provvisoria (“*partial draft*”) del 1° maggio 2001 disponibile sul sito *web* del SSRN – Social Science Research Network (“www.ssrn.com”). Per un inquadramento generale degli azionisti quali soggetti che vantano “*una pretesa seppure residuale sul patrimonio della società*” secondo la prospettiva del diritto positivo domestico si rimanda, per tutti e da ultimo, a FERRI jr, *Il ruolo dei soci nella ristrutturazione finanziaria dell'impresa alla luce di una recente proposta di direttiva europea*, in *Dir. fall.*, 2018, p. 533.

⁽⁵⁾ Vale la pena notare l'ovvio e cioè che, per quanto la legge, così come pure l'*incipit* di ciascuno dei sei § in cui la massima si articola, parli dello statuto, è ormai da ritenersi dominante la prassi di collocare la disciplina statutaria degli s.f.p. in un documento materialmente separato dallo statuto ma di questo, nella sostanza ed a tutti i fini di legge (su tutti la disciplina delle modificazioni successive), parte integrante quale allegato. E ciò, se non altro, per evitare di *appesantire* stilisticamente lo statuto. In tal senso – oltre che il commento alla massima (“...nel regolamento di emissione a esso allegato”) – si vedano CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO – COMMISSIONE PER L'ELABORAZIONE DEI PRINCIPI UNIFORMI IN TEMA DI SOCIETÀ, *Competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, cod. civ.)*, Massima n. 163 del 7 novembre 2017, motivazione; NOTARI, commento, p. 130, nt. 210 (“...*tecnica redazionale ben possibile, e anzi consigliabile ... per evitare un 'appesantimento' del corpo 'principale' dello statuto*”). Nel prosieguo, per brevità, si farà riferimento al solo statuto ma resta inteso, quindi, che si parla della stessa cosa del *regolamento s.f.p.*, come di prassi si è soliti denominarlo.

⁽⁶⁾ In tal senso MIGNONE, *Strumenti finanziari partecipativi del genere “mezzanino”*: se sei riserva, non puoi fare il capita...le, nota a Trib. Napoli, sez. impresa, 24 febbraio 2016, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, p. 491: “Dopo finalmente essere stati a lungo oggetto di trattazioni teoriche, gli strumenti finanziari partecipativi giungono finalmente alla ribalta delle aule giudiziarie. E non poteva essere che a ragione del principale, e forse unico vero aspetto problematico che essi presentano: la loro collocazione contabile”.

⁽⁷⁾ Sulla *apportabilità* o meno di opere, servizi, prestazioni di (non) fare e rilasci di garanzie si vedano cndc – CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI e FONDAZIONE ARISTEIA – ISTITUTO DI RICERCA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI, *Profili contabili degli strumenti finanziari ex art. 2346, comma sesto, cod. civ.*, Documento ARISTEIA n. 69 del gennaio 2017, pp. 11-13 (ove, sulla scorta della dottrina ivi citata formatasi in punto di apporti ai patrimoni destinati ad uno specifico affare, si adombra la rappresentazione contabile nei soli conti d'ordine previsti dall'ora abrogato – ex d.lgs. n. 139 de 2015 – comma terzo dell'art. 2424 del cod. civ.); D'ATTORRE, *Gli strumenti*, p. 332; INNOCENTI, *Gli strumenti*, pp. 153 ss., 229 ss.; LAMANDINI,

un apporto di capitale di rischio – che giuridicamente sarebbe solo un c.d. *quasi* capitale⁽⁸⁾ – e non di debito. Solo per questa forma di finanziamento dell’impresa, infatti, è prevista una rappresentazione contabile dell’operazione complessiva – apporto ed emissione – tale da sollevare le questioni che qui rilevano, intorno all’incidenza delle perdite: tralasciando quello che viene registrato nel bilancio dell’apportante⁽⁹⁾ – se mai tenuto alla redazione di un bilancio – nonché nella colonna sinistra dello stato patrimoniale dell’emittente,⁽¹⁰⁾ la dottrina è pressoché unanime nel ritenere iscrivibile a patrimonio netto una riserva⁽¹¹⁾ per un importo pari al valore dell’apporto.⁽¹²⁾ E tale

Autonomia, p. 533; NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 546; risoluzione dell’Agenzia delle Entrate numero 138/E del 4 ottobre 2005;

⁽⁸⁾ Il primo uso dell’espressione nella letteratura giuridica italiana si rinviene, com’è noto, in PORTALE, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito (problemi e ipotesi)*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di ID., Milano, 1983, pp. 15 ss., mutuandola sulla base dell’espressione tedesca *Quasi-Eigenkapital* già apparsa nell’opera monografica di SIEBEL (*Eigenkapital und Quasi-Eigenkapital von Kreditinstituten*, Frankfurt am Main, 1980). Usano, invece, l’espressione di “debito mezzanino” BUSSOLETTI, *L’iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, p. 42; MIGNONE, *Strumenti*, p. 492; NOTARI, *Gli strumenti*, p. 1145, e SPADA, *Provvisa*, p. 622, mentre “quasi-equity” PALMIERI, *La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni*, nota a Trib. Napoli, sez. impresa, 24 febbraio 2016, in *Le Società*, 2016, p. 982.

⁽⁹⁾ BUSSOLETTI, pp. 31 ss.

⁽¹⁰⁾ Per una ricostruzione della rappresentazione contabile dell’operazione di emissione degli s.f.p. nell’attivo dello stato patrimoniale e, più nello specifico, sulla necessità o meno che le entità apportate siano entità conferibili e, in caso affermativo, necessitino di una stima peritale (ove non in danaro) si vedano CNDC, *Profili*, p. 9, nt. 19; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO – COMMISSIONE PER L’ELABORAZIONE DEI PRINCIPI UNIFORMI IN TEMA DI SOCIETÀ, *Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, cod. civ.)*, Massima 164 del 7 novembre 2017; D’ATTORRE, *Gli strumenti*, pp. 332-333; INNOCENTI, *Gli strumenti*, pp. 242-243; LAMANDINI, *Autonomia*, p. 534; NOTARI, *Azioni*, p. 547; ID., commento, p. 111.

⁽¹¹⁾ Sembrerebbe atteggiarsi come una posta rettificativa dell’attivo più che come una riserva quella che è chiamata “fondo” da FERRI jr., *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, p. 34 (“...cioè una posta che, per quanto diretta non già a disciplinare il valore del patrimonio netto ... quanto piuttosto a ridimensionarne ... l’ammontare, finisce anch’essa ... per precludere di fatto la distribuzione integrale del valore di siffatte prestazioni”). In BUSSOLETTI, *L’iscrizione*, pp. 29 ss., si precisa invece che la “posta correttiva dell’attivo” sarebbe da iscriversi a bilanciamento dell’iscrizione nell’attivo dell’apporto del solo godimento di un bene mentre si darebbe il caso di “una riserva in senso tecnico, facente parte del patrimonio netto” allorché l’apporto di “beni e denaro [sarà] non destinato ad essere restituito”. Non è chiaro, tuttavia, se l’a. faccia riferimento agli strumenti finanziari partecipativi *tout court* ex art. 2346 o a quelli partecipativi al patrimonio destinato ad uno specifico affare ex art. 2447-sexies, comma primo, secondo periodo, cod. civ.: invero, una certa promiscuità sembrerebbe essere desumibile dal fatto che nell’intitolazione e a p. 29 si faccia riferimento ai secondi mentre a p. 30 ai primi giacché, a quest’ultima pagina, nell’enumerare i frammenti di disciplina applicabili alla fattispecie, sono menzionati, fra l’altro per primi, gli articoli 2346 e 2351 cod. civ. Dal primo periodo di p. 38, in ogni caso, sembrerebbe ragionevole desumere la trattazione sinottica dei due tipi di strumenti finanziari, cosa che però genererebbe non pochi attriti con la dottrina che – “ad onta della nomenclatura” – nega radicalmente ogni analogia fra le due fattispecie: così SANTAGATA DE CASTRO, commento Sub Art. 2447-ter cod. civ. in ID., *Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare. Artt. 2447-bis-2447-decies*, in *Il Codice Civile. Commentario* fondato da SCHLESINGER e diretto da Busnelli, Milano, 2014, p. 131 (ove si cita, in nt. 80, la contraria posizione di MANZO e SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate*, in *Le Società*, 2003, pp. 1331 ss.). Nega parimenti un “rapporto di genere (art. 2346) a specie (art. 2447-ter)” sulla scorta del profilo genetico del secondo tipo di strumento finanziario anche NOTARI (e GIANNELLI), commento, p. 122.

⁽¹²⁾ L’a. che più analiticamente di altri ha chiarito le condizioni di iscrivibilità di una siffatta riserva è NOTARI, commento, p. 112 (secondo l’opinione del quale l’apporto deve essere *a fondo perduto* o quantomeno senza la previsione di alcun diritto al rimborso, “né durante la vita della società, né al suo

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

scioglimento, ma al solo riparto in sede di liquidazione pari passu con gli azionisti”). Aggiunge anche l’ulteriore requisito della remunerabilità degli s.f.p. con un vero e proprio diritto all’utile, al pari degli azionisti, la motivazione alla massima (sul diritto all’utile dei portatori di s.f.p., sembrerebbe essere recepita in toto la tesi esposta in NOTARI, commento, p. 89). Nel senso dell’iscrizione della riserva a patrimonio netto, si vedano ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, IV, ABRIANI, AMBROSINI, CAGNASSO - MONTALENTI, *Le società per azioni*, Torino, 2010, p. 338. Favorevoli all’iscrivibilità della riserva BUSANI - SAGLIOCCA, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, in *Le Società*, 11, 2012, p. 1195; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO – COMMISSIONE PER L’ELABORAZIONE DEI PRINCIPI UNIFORMI IN TEMA DI SOCIETÀ, *Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (art. 2346, comma 6, cod. civ.)*, Massima n. 166 del 7 novembre 2017, lett. d) (“la conversione, qualora gli s.f.p. non abbiano diritto a rimborso, comporta l’utilizzo della riserva creatasi a fronte dell’emissione...”); ID., *Diritti patrimoniali*; D’ATTORRE, *Gli strumenti*, p. 333; ID., *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*, nota a Trib. Napoli, sez. impresa, 24 febbraio 2016, in *Not.*, 2016, p. 275; GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 433 (anche apparso, con lo stesso titolo, in *Le acquisizioni societarie*, diretto da Irrera, Bologna, 2011); GUERRERA, commento Sub Artt. 2446-2447 cod. civ., in *Società di capitali. Commentario* a cura di Niccolini e Stagno d’Alcontres, Napoli, 2004, p. 1202; INNOCENTI, *Gli strumenti*, pp. 243 ss. (la quale, di là dalla denominazione suggerita – “riserva patrimonio netto” di terzi oppure “riserva apporti s.f.p.” – , opportunamente ricorda l’obbligo di informativa sull’origine e sulla possibilità di impiego, da rendersi nella nota integrativa al bilancio ex art. 2427, comma primo, numero 7-bis, cod. civ.); LAMANDINI, *Autonomia*, p. 534; ID., *Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite*, nota a Trib. Napoli, sez. impresa, 24 febbraio 2016, in *Le Società*, 2016, p. 979; LOLLI, *Gli strumenti finanziari. Commento agli artt. 2346-2354 cod. civ.*, in *Il nuovo diritto delle società*, I, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005, pp. 194 ss.; MIGNONE, *Strumenti*, p. 491; MIOLA, *I conferimento in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo - Portale, 1***, *Conferimenti in natura. Versamenti dei soci. Prestazioni accessorie*, a cura di Miola, Portale, Spolidoro, Tantini e Bartalena, Torino, 2004, p. 279; ID., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, pp. 490-491 (ove si cita, a proposito della analoga contabilizzazione dei *Genüßscheine* tedeschi, LUTTER, commento sub § 221, in *Kölner Kommentar zum AktG*², 1986, Rdn. 415 ss.); MUSCOLO, *Gli strumenti finanziari*, in *Le nuove S.p.A.*, a cura di Cagnasso e Panzani, II; CAGNASSO, COSTANTINO, MUSCOLO, RIVARO e SARALE, *Azioni. Strumenti finanziari partecipativi. Obbligazioni*, Bologna, 2012, p. 199; NOTARI, *Azioni*, p. 547; PALMIERI, *La partecipazione*, p. 986; SANDRELLI, commento Sub Art. 2446 cod. civ., in VENTORUZZO e SANDRELLI, *Riduzione del capitale sociale. Artt. 2445-2447 cod. civ.*, in *Il Codice Civile. Commentario* fondato da Schlesinger, diretto da Busnelli, Milano, 2013, p. 44; SPOLIDORO, *Apologia delle riserve targate e degli accordi di targatura delle riserve*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, pp. 4, 8 (ove addirittura di aggiunge che “sarebbe infatti palesemente ingannevole controbilanciare l’incremento dell’attivo iscrivendo al passivo un debito o un fondo correttivo...si darebbe una rappresentazione distorta dell’operazione”); VALZER, commento Sub Art. 2346, c. 6, cod.civ., in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, diretto da Abbadessa - Portale, a cura di Campobasso, Cariello, Tombari, 2016, p. 506. Dubbioso sulla possibilità di iscrivere una riserva pur imponendo un “vincolo di destinazione” MANULI, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche*, in *Le Società*, 11, 2013, p. 1203, nt. 57. Coerentemente con la posizione espressa circa la causa del negozio di emissione di s.f.p. (in nt. 3), negano l’iscrizione della riserva FERRI jr., *Fattispecie*, p. 817; SPADA, *Provvisa*, p. 628; non invece anche LIBONATI che (in I “nuovi”, p. 23, ed anche in *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, **, a cura di Balzarini, Carcano e Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 604) ammette l’iscrizione di una riserva indisponibile nel caso agli *strumentisti* sia attribuito un “diritto al rimborso condizionato all’andamento della società e/o direttamente previsto solo in sede di liquidazione della stessa e a valere sul residuo attivo di liquidazione, successivamente dunque al soddisfacimento di tutti gli altri creditori sociali e prioritario solo rispetto ai soci”.

Seppur a proposito della disciplina contabile dei patrimoni destinati ad uno specifico affare e dei relativi strumenti finanziari partecipativi, si vedano COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, pp. 52-53; POLLIO e PAPALEO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati ad uno specifico affare (osservazioni alla prassi e riflessioni concorsuali)*, in *Dir. fall.*, 2005, p. 144; STRAMPELLI, *Profili contabili dei patrimoni destinati*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 613

riserva – eppur *targata*, non *intuitu personae* ma, quindi, *intuitu rei* ⁽¹³⁾ – al pari delle altre riserve non può che entrare nello schieramento a protezione del capitale sociale

(partendo però dall'inquadramento di fondo dell'emissione quale fattispecie di associazione in partecipazione).

Nel prosieguo, nonostante il tradizionale insegnamento nel senso della tendenziale irrilevanza del *nomen* attribuito dal bilancio d'esercizio alle riserve e ai fondi, ci si riferirà alla riserva in parola, per brevità, con la denominazione di "riserva s.f.p."

Quanto alla dottrina ragionieristica, si vedano invece CNDC, *Profili*, p. 10 ("*Riserva per emissione di strumenti partecipativi*"), SOTTORIVA e AMOSI, *La rappresentazione degli strumenti finanziari partecipativi nel bilancio d'esercizio*, in *Riv. rag. ec. az.*, 2012, p. 163 ("*Riserva per emissione SFP*"); TURCO, *Aspetti giuridici e contabili degli strumenti finanziari partecipativi*, quaderno monografico numero 34 del 2005 della *Riv. rag. ec. az.*

Tutti gli a. ora citati omettono però di chiarire se la rappresentazione contabile ivi propugnata sia compatibile anche per le società che redigono il bilancio d'esercizio secondo i principi contabili internazionali anziché secondo le disposizioni del codice civile (non che i principi contabili domestici siano chiari in punto di s.f.p.: il principio OIC 28, difatti, si limita a informare che "*Questo documento esula dalla trattazione dei principi contabili inerenti gli apporti derivanti dall'emissione degli strumenti finanziari partecipativi introdotti con la recente riforma del diritto societario che sarà oggetto di un documento separato*" rimandando poi, in nota, al principio OIC 12, il quale, dal canto suo, non va molto oltre dalla mera riproposizione del contenuto precettivo dell'art. 2427, comma primo, numero 19, cod. civ., in tema di informativa da rendersi nella nota integrativa al bilancio). Specificatamente in tema di principi contabili internazionali – seppur secondo l'ottica del binomio *equity instrument-financial liability* più che secondo quella della disciplina del patrimonio netto – è invece il saggio di TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, 2007, I, pp. 456 ss., ove (pp. 459, nt. 10, e 465 e ss.) si illustra il criterio discrezionale tra gli uni e le altre – strumenti di capitale e passività finanziarie – secondo il *settlement* e l'*ownership approach* desumibile dal principio IAS 32 e dai relativi principi interpretativi IFRIC. Fa pure riferimento allo IAS 32 MIOLA, *Gli strumenti*, p. 490. Si apprende della contabilizzazione degli s.f.p. di rischio quali componente del patrimonio netto ex IAS 32 e linee guida IAS 1 dal prospetto relativo all'ammissione alle negoziazioni sul mercato telematico azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., segmento STAR, delle azioni ordinarie e dei *warrant* di Space4 S.p.A. (pp. 483, 522 e 561 della versione del prospetto in formato pdf disponibile sul sito *web* della società "www.gualaclosures.com"), società fusasi per incorporazione con Guala Closures S.p.A., emittente degli s.f.p. in questione, il cui regolamento è riportato per estratto in appendice (§ 6.4).

⁽¹³⁾ Così TRONCI, *Le riserve "targate" tra diritto e ragioneria*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 1129, per indicare che, in questo caso, l'accordo di *targatura* sarebbe non già a beneficio di un socio – come normalmente accade nelle riserve *targate* da versamento in conto (futuro aumento del) capitale – bensì a favore della categoria degli s.f.p. emessi (l'uso del binomio *intuitu personae/rei* consta già, seppur con riguardo ad una categoria di azioni e non di s.f.p., in SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, p. 115, nt. 89, ed è stata giudicata una "*contrapposizione tra i due tipi di intuitus ... poco significativa*" in SPOLIDORO, *Riserve targate*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, 2, *Società: amministrazione, scioglimento, gruppi, s.r.l., cooperative*, diretto da Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera e Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, p. 1325, nt. 3, § 3). Il primo uso dell'espressione "riserva *targata*" sembrerebbe essere attestato nel parere *pro veritate* del PORTALE – *Appunti in tema di «versamenti in conto futuri aumenti del capitale» eseguiti da un solo socio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, p. 96 ("*riserva 'personalizzata' o 'targata': tali espressioni non mi risulta che siano state utilizzate dalla dottrina, con riguardo alle società di capitali, ma le reputo illuminanti*") poi apparso anche in *Vita not.*, 1995, pp. 587 ss. – e proprio il titolo del parere è d'aiuto per comprendere come mai la configurazione di riserva *targata* sia particolarmente fortunata quanto alla riserva s.f.p. (cosa che nessuno degli autori *infra* citati ha chiarito, dandola evidentemente per scontata): se il versamento eseguito dall'unico socio, per il Portale, rappresenta il caso estremo di versamento eseguito "*senza rispettare la proporzione della loro partecipazione al capitale*" (p. 96) tale da giustificare *a fortiori* gli effetti della *targatura* (p. 97) allora quelli eseguiti da chi neppure è socio – i sottoscrittori di s.f.p. – non potranno che godere del medesimo trattamento.

Concordi sulla configurabilità di un accordo di *targatura* o comunque sulla natura di riserva *targata* COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *Gian*

dall'erosione dalle perdite di bilancio, ponendosi quindi il problema su quale sia l'ordine di tale schieramento.

L'ultimo della massima, infine, attiene alla diversa *species* degli strumenti finanziari convertibili in azioni; *species* in astratto non coincidente con la categoria degli s.f.p. di rischio, giacché nulla osta alla previsione delle convertibilità anche per quelli *de debito*, ma non anche in concreto: la massima ha solo riguardo degli s.f.p. di rischio convertibili – in modo “*sospensivamente condizionato alla erosione per perdite della riserva a suo tempo costituita*” – “*in azioni postergate nella partecipazione alle perdite*”.

1.2. Sintesi delle questioni trattate

Da ultimo, una minima notazione di metodo: per giovare alla linearità espositiva di questo commento, è opportuno non seguire l'ordine dell'enumerazione casistica dei della massima, i quali sembrerebbero susseguirsi senza un preciso ordine, bensì fare una sintesi degli stessi, raggruppandoli secondo il criterio delle questioni trattate che essi sottendono. Si discorrerà, quindi, dapprima dell'ordine nell'erosione per perdite della riserva s.f.p. rispetto alle altre riserve ed al capitale sociale (questione sottesa nei 2 e 3, secondo *concetto*, della massima), poi della relazione fra erosione della riserva s.f.p. ed esercizio dei diritti da parte degli *strumentisti* (1, 3, primo *concetto*, 4, 5 e 6, primo *concetto*) ed infine della relazione fra erosione della riserva s.f.p. e la loro convertibilità in azioni (6).

2. Ordine nell'erosione dalle perdite della riserva d'emissione strumenti finanziari partecipativi.: la tensione fra la teorica degli strati del netto e il vincolo tipologico della sopportazione delle perdite da parte degli azionisti

I termini della prima questione – l'ordine nell'erosione per perdite della riserva s.f.p. – sono, in sintesi, i seguenti: l'*apposizione* della *targa* alla riserva in favore dei portatori di s.f.p. comporterebbe, per lo meno secondo l'interpretazione dominante, che questa venga erosa dalle perdite dopo tutte le altre riserve sociali – cioè della società, comuni a tutti i soci senza vincoli convenzionali o legali –, persino dopo la riserva legale, tradizionalmente considerata come l'ultimo *baluardo* a protezione del(la stabilità del) capitale sociale.^(14 - 15) Ed infatti, a proposito della riservata *targata classica* – cioè *ad*

Franco Campobasso, 1, *Profili generali – Costituzione – Conferimenti – Azioni – Obbligazioni – Patrimoni destinati*, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, p. 733 (“*sezione di patrimonio netto di esclusiva pertinenza*”); D'ATTORRE, *Gli strumenti*, pp. 333 e 339; ID., *Perdite*, p. 275; INNOCENZI, *Gli strumenti*, p. 244; LAMANDINI, *Autonomia*, p. 533; ID., *Strumenti*, p. 979; MIGNONE, *Strumenti*, p. 492; NOTARI, *Azioni*, p. 547 (solo “*eventualmente*”, però); ID., commento, pp. 91 e 112; ONZA, *L'apporto d'opera e servizi nelle società di capitali*, Padova, 2008, p. 55; PALMIERI, *La partecipazione*, p. 986; SANTORO, *Sub Art. 2351 cod. civ.*, in *La riforma delle società. Società per azioni. Società in accomandita per azioni*, I, a cura di Sandulli e Santoro, Torino, 2003, p. 130; SPOLIDORO, *Apologia*, pp. 4 e 28 (ove l'esatta notazione per cui “*se non esistesse la possibilità di targare le riserve, si finirebbe per produrre un risultato paradossale, in grado di scoraggiare i potenziali interessati agli strumenti finanziari partecipativi inducendoli a non sottoscriverli...infatti non solo i loro apporti incrementerebbero il patrimonio netto della società, ma avvantagerebbero ingiustamente i soci, dando loro la possibilità di 'attribuirsi', per mezzo di una delibera assembleare, la riserva così creata*”); VALZER, *Commento*, p. 506. *Contra* MANULI, *Gli strumenti*, p. 1203, nt. 57 (“*La riserva ... potrebbe essere costituita sotto forma di riserva facoltativa – in quanto così deciso in sede di emissione ... – ovvero statutaria*”).

⁽¹⁴⁾ L'espressione, com'è noto, è della classica opera del DE GREGORIO, *I bilanci delle società anonime nella loro disciplina giuridica*, Milano, 1938, p. 442.

⁽¹⁵⁾ Nel senso dell'erosione della riserva s.f.p. dopo la riserva legale BUSANI e SAGLIOCCA, *I diritti*, p. 1196; GUERRERA, *Commento*, p. 1202; NOTARI, commento, pp. 91 e 113; SANDRELLI, commento, p. 44;

personam – si è detto che il versamento in favore della società eseguito dai soci in misura non “*proporzionale delle loro partecipazione al capitale*” ne giustificava, fra l’altro, l’ordine postergato nella partecipazione alle perdite al fine di assicurare la parità di trattamento fra soci.⁽¹⁶⁾ Del resto, se così non fosse – ossia se si negasse la natura dell’apporto da s.f.p. quale caso *estremo* del versamento dell’unico socio (v. nt. 13) in quanto eseguito da un terzo non socio e quindi rappresentato da una riserva *targata* – si incorrerebbe nei distorti effetti derivanti dall’inquadramento della riserva s.f.p. quale comune riserva volontaria: questa ben potrebbe essere utilizzata, ad esempio in sede di copertura perdite o di aumento *gratuito* del capitale, al pari delle altre riserve volontarie su deliberazione dell’assemblea, ordinaria o straordinaria, generale – alla quale i portatori di s.f.p. sono estranei – il che sarebbe uno sproporzionato arricchimento dei soci a scapito dei portatori di s.f.p. Con la *targatura* della riserva, invece, si tratterebbe di “«*desocializzare una riserva*», cioè di impedire ad alcuni soci (o addirittura a tutti i soci, nel caso in cui la riserva sia *targata a favore di terzi*, per esempio i possessori di strumenti finanziari partecipativi) di trarre benefici da una sua particolare utilizzazione” (enfasi aggiunta).⁽¹⁷⁾

Per altro verso, la natura di riserva *targata*, eppur postergata nelle perdite più di ogni altra riserva, ha sempre come presupposto la *teorica* delle riserve quali strati del patrimonio netto a protezione – secondo l’ordine inderogabile determinato con il criterio della vincolatività crescente – del capitale sociale,⁽¹⁸⁾ sicché quest’ultimo verrà eroso dalle perdite solo dopo l’erosione di tutte le altre riserve, da ultima quella da *apporto s.f.p.*, in quanto *targata*. Questa circostanza, ad avviso di parte della dottrina fra cui il notariato fiorentino, rappresenterebbe però la preoccupante sovversione di un tratto tipologico essenziale della disciplina della società azionaria *comune*,⁽¹⁹⁾ quello per cui gli azionisti e solo questi debbano rispondere per le perdite incorse nell’esercizio dell’impresa o – se si preferisce secondo un diverso angolo visuale – debbano essere i *pretendenti ultimi* alla restituzione del patrimonio sociale in sede di liquidazione della società, cioè dopo ogni

STANGHELLINI, Commento, p. 2718; nutre dubbi sulle altre modalità diverse da quella in parola GIAMPIERI, *Gli strumenti*, pp. 434-435.

⁽¹⁶⁾ COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 7*, *Il bilancio di esercizio e consolidato*, a cura di Colombo e Olivieri, Torino, 1994, pp. 511 ss. (spec. nt. 80); OLIVIERI, *I versamenti in conto futuro aumento di capitale in favore degli istituti di diritto pubblico tra legge speciale e diritto comune societario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, II, p. 20; PARRELLA, *Versamenti in denaro dei soci e conferimenti nella società di capitali*, Milano, 2002, p. 157; PORTALE, *Appunti*, pp. 96 e 98; SPOLIDORO, *Riserve*, p. 1346; TRONCI, *Le riserve*, p. 1158.

⁽¹⁷⁾ SPOLIDORO, *Apologia*, p. 8.

⁽¹⁸⁾ È appena il caso di notare come l’ordine in parola sia espressione di un principio imperativo perché posto a tutela dei creditori che altrimenti si vedrebbero *liberate* delle aliquote del patrimonio netto in precedenza rispetto ad altre sottoposte ad un vincolo meno intenso. Sul punto, si vedano, per tutti, COLOMBO, *Il bilancio*, pp. 433 ss.; ID., *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, in *Giur. comm.*, 1984, I, p. 870; MARCHETTI, *La data di riferimento della situazione patrimoniale del capitale per perdite*, in *Riv. soc.*, 1982, p. 122; NOBILI e SPOLIDORO, *La riduzione di capitale per perdite*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 6*, *Modificazioni statutarie. Recesso. Riduzione del capitale*, a cura di Grippo, Marasà, Nobili e Spolidoro, Torino, 1993, pp. 197ss.

⁽¹⁹⁾ Ma si veda la significativa deroga al principio rappresentata dalla disciplina speciale in tema di risoluzione delle crisi degli enti creditizi, di cui agli articoli 28 e 52 del d.lgs. n. 180 del 2015, citata in INNOCENZI, *Gli strumenti*, p. 255, ed in BUSSOLETTI, *L’iscrizione*, p. 42; sulla quale, *amplius*, STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in BANCA D’ITALIA, *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale. Dal Testo Unico Bancario all’Unione bancaria: tecniche normative e allocazione dei poteri. Atti del convegno tenutosi a Roma il 16 settembre 2013*, marzo 2014, pp. 169 ss.

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

creditore, ancorché suddivisi in classi. E tale ordine “*verticale*” nella restituzione troverebbe riscontro sistematico da un lato negli artt. 2491 cod. civ. – quanto alla disciplina societaria – e 111 e 160 l.f. – quanto a quella concorsuale⁽²⁰⁾ – e dall’altro, con specifico riguardo agli s.f.p., nelle limitazioni all’esercizio di taluni diritti amministrativi: il divieto di esercizio del voto nell’assemblea generale degli azionisti (art. 2346, comma sesto, cod. civ.) nonché di nomina di più di un amministratore indipendente (art. 2351, comma quinto, cod. civ.) sarebbe, ad avviso della massima, una chiara limitazione del *potere* attribuibile dagli s.f.p. in ragione della minor *responsabilità* da questi derivante,⁽²¹⁾ tale da rendere non configurabile – perché, fra l’altro, economicamente inefficiente – una sopportazione del rischio d’impresa al pari degli azionisti, istituzionalmente dotati dei pieni poteri amministrativi a fronte del loro schieramento per primi nella sopportazione delle perdite o, secondo il diverso punto di vista, da ultimi nell’ordine di restituzione del patrimonio sociale.⁽²²⁾

Inoltre, è stato osservato come considerare prevista *ex lege* la sopportazione delle perdite prioritariamente da parte degli *strumentisti* rispetto agli azionisti possa rappresentare un grave deterrente dell’istituto degli s.f.p. di *rischio* proprio per la sua destinazione elettiva e cioè le operazioni di ristrutturazione del debito.⁽²³⁾

Insomma, l’erosione per perdite della riserva s.f.p. porterebbe con sé un’endemica antinomia fra la teorica degli *strati del netto* e l’ “*ideale climax ascendente che connota il rischio d’impresa dei diversi soggetti che concorrono al finanziamento della e all’investimento nella impresa azionaria*” (così sempre la motivazione alla massima).

Ecco quindi che l’incertezza generata dall’assenza una univoca disciplina legale rappresenterebbe una formidabile sollecitazione alle *parti* del contratto sociale a disciplinare statutariamente l’ordine di sopportazione delle perdite: eppure la massima, anche valorizzando l’autonomia negoziale che il legislatore della riforma chiaramente

⁽²⁰⁾ Prima che nella massima, in verità, i tre articoli del codice civile e della legge fallimentare venivano già adottati in D’ATTORRE, *Gli strumenti*, pp. 346-347.

⁽²¹⁾ TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi”* (art. 2346, ultimo comma, cod.civ.), e *diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, pp. 143 ss.

⁽²²⁾ L’autore che più di altri ha stigmatizzato il sovvertimento della gerarchia fra soci e portatori di strumenti finanziari partecipativi di *rischio* è SPADA – in *Azioni*, pp. 227 ss. ed in *Provvisa*, pp. 629 ss. (ove si nota come questi ultimi “*finirebbero per rispondere delle perdite prima dei soci stessi, per cui assurdamente last claimant diventerebbe il terzo acquirente ... e non l’azionista*”) – non a caso in coerenza con la qualificazione degli s.f.p. quali titoli di debito. Allo stesso modo FERRI jr, *Fattispecie*, pp. 87 ss.; D’ATTORRE, *Perdite*, p. 276; ID., *Gli strumenti*, pp. 339 e 344-345; LAMANDINI, *Strumenti*, p. 979; ONZA, *L’apporto*, pp. 60 ss.; PALMIERI, *La partecipazione*, p. 985 (ove aggiunge però che “*è certo che la regola dell’absolute priority rule debba trovare applicazione in caso di cessazione della società ... non altrettanto certo sembra potersi affermare che la stessa debba essere rispettata senza eccezioni anche durante società*”); SCIUTO e SPADA, *Il tipo della società per azioni* in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1*, *Tipo. Costituzione. Nullità*, a cura di Sciuto, Spada, Angelici, Stella Richter jr, Pavone La Rosa, Nigro e Palmieri, Torino, 2004, p. 34, nt. 58; VALZER, commento, p. 507. *Contra* NOTARI, commento, p. 93, che, al contrario, non vede motivo per non includere fra i *residual claimants* anche i portatori di s.f.p., anche in ragione del rinnovato impianto sistematico consegnato dalla riforma del diritto societario del 2003 per cui le azioni non sarebbero altro che “*altri strumenti finanziari partecipativi*” (rubrica sella sezione 5, capo V, titolo V, libro V del codice civile).

⁽²³⁾ Così D’ATTORRE, *Perdite*, p. 277: “*soluzione che, evidentemente, si presenta inaccettabile per gli originari creditori, che non possono tollerare di essere postergati ai soci di una società in crisi, e che condurrebbe, laddove condivisa e generalizzata, ad un inevitabile abbandono degli SFP quale strumento di supporto nelle operazioni di ristrutturazione del debito*”; posizione poi ribadita in *Gli strumenti*, p. 344.

enfaticamente,⁽²⁴⁾ evita di prendere una posizione e – forse un po’ pilatescamente⁽²⁵⁾ – riconosce la possibilità agli statuti di prevedere sia l’una che l’altra regola, oltre che ad una regola intermedia e cioè:

i) ad un estremo, la *riconferma* della regola che discenderebbe dalla natura di riserva *targata* e cioè l’erosione per perdite della riserva s.f.p. in modo postergato a tutte le riserve ma comunque antergato rispetto al capitale sociale;

ii) all’altro estremo, la previsione, coerente con la diversa gradazione del rischio propria delle varie classi di finanziatori dell’impresa, della sopportazione delle perdite da parte degli *strumentisti* in modo postergato agli azionisti (*i.e.* l’erosione della riserva postergata all’ultima categoria di azioni postergate nelle perdite, ove emessa, o, in mancanza, alle azioni ordinarie) e

iii) come via intermedia, la sopportazione proporzionale delle perdite fra azionisti e *strumentisti* (*i.e.* l’erosione *pari passu* e *pro quota* della riserva e del capitale sociale).⁽²⁶⁾

Se con riguardo alla prima soluzione non vi è altro da aggiungere all’obiezione di carattere tipologico prima esposta, la seconda non manca di sollevare qualche dubbio.

Tale soluzione – per la quale la massima tradisce una certa preferenza, tanto da giungere a definirla “*mera esplicitazione della regola di default ... in difetto di diversa previsione*”

⁽²⁴⁾ Così la motivazione alla massima: “*L’ampia autonomia statutaria si pone del resto in piene sintonia con la configurazione normativa degli strumenti in esame, che il legislatore offre agli operatori quale istituto appunto ‘ibrido’, suscettibile di assumere configurazioni cangianti con riguardo tanto alla loro ‘partecipatività’ ... caratteristiche strutturali ... che si raccordano sul piano funzionale alla elettiva destinazione degli strumenti finanziari a investitori professionali, in grado di negoziare con adeguato potere contrattuale la disciplina dell’investimento effettuato tramite i titoli in esame, valutandone preventivamente rischi e prospettive reddituali*” (enfasi aggiunta).

⁽²⁵⁾ Non si ignori, però, anche – o soprattutto – la precipua funzione della massimazione a cura degli organi del notariato territorialmente rappresentativi ossia la definizione di consolidati orientamenti interpretativi che possano essere assunti quali autorevoli parametri di legalità ai fini delle sanzioni disciplinari irrogate *ex art.* 138-*bis* della legge notarile, funzione che quindi riempirebbe di senso l’insistito *liberalismo* della massima in parola e cioè riconoscendo una ampia libertà al notaio nell’esercizio del vaglio di legalità al momento dell’adozione (o modificazione) della disciplina statutaria degli s.f.p. Sulla natura e sulle funzioni della massimazione notarile, ivi inclusa quella qui evidenziata, NOTARI, *Le «massime notarili» in materia societaria: dalla giurisprudenza onoraria agli orientamenti interpretativi dei consigli notarili*, in CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massime notarili in materia societaria*, Milanofiori Assago, 2014, pp. XVII ss. (spec. pp. XXVI-XXVII).

⁽²⁶⁾ Secondo LAMANDINI (*Strumenti*, p. 979) e PALMIERI (*La partecipazione*, p. 990) la sopportazione delle perdite proporzionale e simultanea fra azionisti e *strumentisti* rappresenterebbe il limite estremo sino a cui l’autonomia statutaria può spingersi pena la violazione della c.d. *absolute priority rule* nei confronti degli azionisti. Dichiara ammissibile la soluzione in parola, seppur col vincolo della rappresentazione contabile quale passività e non più posta di patrimonio netto, NOTARI, *commento*, p. 113; similmente anche FIMMANÒ, *parere pro veritate (infra)*: “*Almeno ipoteticamente, e sebbene con qualche margine di dubbio, si potrebbe tuttavia valutare l’ipotesi di prevedere una erosione del capitale pari passo con la riserva accesa a fronte dell’apporto effettuato per la emissione degli SFP*”; GIAMPIERI, *Gli strumenti*, p. 435. La ritengono, invece, quale regime di *default* D’ATTORRE, *Perdite*, p. 278 (pur ritenendo poi “ordinario” l’ordine per cui l’erosione della riserva precede quella del capitale); VALZER, *commento*, p. 507 (in mancanza di diversa previsione statutaria) e BRUNO, *parere pro veritate (infra)*, limitatamente alla fattispecie concreta sulla quale rendeva il parere, alla luce di una interpretazione sistematica dello statuto dell’emittente. Ne riconosce il pregio di “*riannodare il rapporto tra i titolari di strumenti finanziari partecipativi ed azionisti*” D’ATTORRE, *Gli strumenti*, p. 342.

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

statutaria”⁽²⁷⁾ – ha sì il pregio della fedeltà ad un tratto tipologico essenziale della società azionaria qual è la sopportazione del rischio d’impresa (in prima istanza) in capo agli azionisti ma implica il rischio di contravvenire al divieto di creazione di poste contabili sottoposte ad un vincolo maggiore del capitale sociale. Ed infatti, non rileva tanto (o solo) il profilo dell’astratta contrarietà ad un altro (presunto) tratto tipologico essenziale della società azionaria quale potrebbe essere la natura del capitale sociale di posta soggetta alla disciplina più vincolistica di tutte, quanto il più concreto profilo di invalidità negoziale della deliberazione assembleare di riduzione del capitale per perdite. Si vuole cioè dire che, come è stato osservato da una voce purtroppo isolata in dottrina,⁽²⁸⁾ dalla disciplina statutaria che prevedesse l’erosione della riserva s.f.p. dopo (o *pari passu* con) il capitale sociale potrebbe discendere un conteggio delle perdite che eroderebbero il capitale sì da considerarle erroneamente rilevanti *ex art.* 2446 o 2447 cod. civ. ma non essendolo, in verità, alla luce del corretto computo della riserva s.f.p. quale ultima riserva da erodersi.⁽²⁹⁾ E ciò, secondo l’insuperato orientamento della Corte di Cassazione, darebbe addirittura adito alla nullità per illiceità dell’oggetto della deliberazione di riduzione del capitale, solo erroneamente eroso da perdite per oltre un terzo del suo ammontare, senza possibilità alcuna che trovino applicazioni i più miti rimedi della nullità parziale o della sola annullabilità.⁽³⁰⁾

⁽²⁷⁾ Così la nota 15 alla motivazione della massima. In altro punto si legge anche che questa “*appaia la soluzione più coerente rispetto al principio di corrispondenza potere-rischio*”. In tal senso anche ABRIANI, *Le azioni*, p. 336, nt. 366 (per il quale nulla sposta la rappresentazione contabile dell’apporto quale riserva, sia pure targata); LAMANDINI, *Strumenti*, p. 979; D’ATTORRE, *Perdite*, p. 280. Contrario ad elevare tale regola quale disciplina di *default* in mancanza di diversa previsione statutaria MIGNONE, *Strumenti*, p. 493.

⁽²⁸⁾ GIAMPIERI, *Gli strumenti*, p. 434, nt. 66.

⁽²⁹⁾ Ad esempio, si consideri, per semplicità, il caso di una riserva s.f.p. di 100 che per disciplina statutaria è previsto sia erosa dalle perdite dopo l’integrale erosione del capitale sociale, che ammonta a 99 ed è *protetto* solo dalla riserva legale di 100. A fronte di una perdita di 134, il consiglio di amministrazione della società che interpretasse pedissequamente lo statuto con ogni probabilità *senza indugio convocherebbe l’assemblea per gli opportuni provvedimenti* giacché la perdita inciderebbe sul capitale per oltre un terzo del suo ammontare (34 su 99) dopo aver eroso interamente la riserva legale ma non anche quella *da apporto s.f.p.*, che da statuto rimarrebbe *protetta* dietro al capitale sociale.

⁽³⁰⁾ Così Cass. civ., sez. I, 6 novembre 1999, n. 12347, in *Not.*, 1, 2001, pp. 22 ss., con nota di AGOSTINI, *Riserve e calcolo della perdita*; in *Giust. civ.*, 2000, p. 739; in *Le Società*, 2000, pp. 943 ss.; in *Vita not.*, 2001, p. 337 e ss.; citata anche in FIMMANÒ, *Parere pro veritate (“la famosa sentenza del 1999”)*: non il primo regime di invalidità (l’invalidità parziale) data la inscindibile interdipendenza della riduzione del capitale nel contesto dell’intera deliberazione assunta nonché per l’impossibilità del giudice di sostituirsi all’assemblea in una seria di complesse valutazioni tecniche e neppure il secondo (l’annullabilità) rappresentando la gerarchia degli *strati* del netto un principio imperativo posto a tutela dei creditori, che ripongono affidamento nella progressiva erosione del patrimonio netto man mano che il vincolo cui le relative poste sono sottoposte diventa più intenso. Conformemente, sempre nel senso della nullità della deliberazione di riduzione del capitale, anche Cass. civ., 2 aprile 2007, n. 8221, in *Vita not.*, 2008, 1, pp. 135 ss., con nota di CARLINI. *Cfr.* Cass. civ., sez. I, 2 aprile 2007, n. 8221 in *Giur. comm.*, 2008, II, pp. 963 ss. con nota di DE LUCA, *Purgazione del bilancio dalle perdite e informazione preassembleare. Spunti per una riflessione intorno agli interessi protetti nelle riduzioni di capitale*. Rafforza ulteriormente la portata del rimedio, anticipandolo al livello della nullità per contrarietà con norme imperative della previsione statutaria che prevedesse il criterio in parola, MIGNONE, *Strumenti*, p. 496. *Contra*, invece, D’ATTORRE, *Gli strumenti*, p. 346, per il quale “*non sembra, però, che la soluzione in punto di illegittimità della clausola di postergazione nelle perdite possa essere condivisa sia perché – come già segnalato da attenta dottrina – il dibattito circa la derogabilità statutaria della regola dell’erosione delle riserve è aperto [citazione di FORTUNATO, *Capitale e bilanci nella S.p.A.*, in *Riv. soc.*, 1991, pp. 145 ss.], sia perché la clausola non appare certo urtare contro principi tipologici o norme imperative delle s.p.a., ma, anzi, concorre ad esplicitare una regola generale di postergazione delle pretese dei soci rispetto agli altri fornitori di*

Ma anche dal punto di vista dei principi non è mancato chi ha fondatamente osservato come “*una volta convertito il credito in strumento di quasi capitale, se ne subiscono le conseguenze giuridiche [e] le regole tecniche del bilancio ... impediscono di far gravare le perdite sul capitale prima che sulle riserve*”⁽³¹⁾ e che quindi non varrebbe invocare la normale gradazione della responsabilità patrimoniale fra finanziatori dell’impresa che vi sarebbe stata allorché l’originario creditore fosse rimasto tale e non avesse invece deciso di convertire il proprio credito.

La violazione dell’ordine di sopportazione delle perdite che deriverebbe dalla piana applicazione della teoria degli *strati* del netto (e cioè dalla qualificazione di *default* della riserva s.f.p. quale riserva *targata*), invece, non sembrerebbe lasciar spazio ad alcun concreto rimedio,⁽³²⁾ con salvezza forse – specie ove la regola venisse positivizzata nello statuto – della nullità della clausola, o comunque della deliberazione (di copertura perdite), per sua illiceità, questa volta per contrarietà al principio – *in thesi* imperativo – di obbligatoria sopportazione da parte degli azionisti delle perdite incorse nell’esercizio dell’impresa.⁽³³⁾

Da ultimo, dopo aver esposto la criticità delle due prime soluzioni, non rimane che tratteggiare il funzionamento pratico anche della terza soluzione, quella cioè dell’erosione *pari passu* del capitale sociale con la riserva s.f.p. Secondo una felice espressione,⁽³⁴⁾ quest’ultima sarebbe da considerarsi contabilmente come un capitale *finanziario* che affianca quello sociale e – non in modo paritario ma in proporzione ai rispettivi

capitale”, adombrando poi (p. 348), al contrario, il rimedio nella nullità per il caso opposto, quello cioè della previsione di erosione della riserva s.f.p. prima del capitale sociale: “*Se si afferma la natura ‘tipologica’ e, in quanto tale, imperativa, della regola della postergazione assoluta dei soci rispetto agli fornitori di capitale ... la clausola sarebbe affetta da nullità nella misura in cui supera i vincoli tipologici della s.p.a., determinando un’irreversibile inversione dei rapporti fra soci e titolari di strumenti finanziari partecipativi. Se invece si ritiene che la “sopravvivenza” degli s.f.p. ... sia espressione del principio di corrispondenza potere-rischio e che questo principio non abbia (più) natura tipologica, ma rappresenti una mera regola dispositiva, applicabile in mancanza di una diversa disciplina statutaria, la clausola in esame, in quanto derogatoria di una regola dispositiva, sarebbe valida ed ammissibile*”.

⁽³¹⁾ Così MIGNONE, *Strumenti*, pp. 495 e 496, ove si aggiunge che, dal lato pratico, ciò implicherebbe un rischio particolarmente acuto allorché gli s.f.p. di rischio incorporassero anche un diritto alla conversione in azioni, nel qual caso, eroso l’intero capitale sociale, gli *strumentisti* “*esercitando la conversione, [si troverebbero] ad essere gli unici proprietari della società*”.

⁽³²⁾ Così D’ATTORRE, *Perdite*, p. 281: “*Nel caso in cui la clausola prevede semplicemente l’esposizione alle perdite della riserva da strumenti finanziari partecipativi prima del capitale sociale, la legittimità è indubbia, trattandosi di previsione che riproduce l’ordinario ordine di assorbimento delle perdite tra riserve e capitale*”.

⁽³³⁾ Adombra questo rimedio come *extrema ratio* D’ATTORRE, *Perdite*, p. 281 (si darebbe il caso, infatti, di un superamento dei “*vincoli tipologici della S.p.A., determinando un’irreversibile inversione dei rapporti tra soci e titolari di strumenti finanziari partecipativi*”) oltre che in *Gli strumenti*, p. 349 (si veda citazione estesa nella precedente nt. 31).

⁽³⁴⁾ Espressione usata in VALZER, *Commento*, p. 508, nel quadro della teoria del superamento della concezione strettamente nominale del capitale sociale in favore di quella materiale – che abbia cioè riguardo anche della sostanza economica – esposta a suo tempo dal PORTALE (nella già citata opera *La ricapitalizzazione*, pp. 15 ss., oltre che in “*Prestiti subordinati*” e “*prestiti irredimibili*” (*appunti*), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, pp. 1 ss. e poi ripresa in D’ATTORRE, *Gli strumenti*, p. 345. L’a., infatti, rimarca la contiguità tipologica fra capitale sociale e *finanziario* aggiungendo come quest’ultima sia “*radicato nel programma negoziale dell’attività, e dunque a rilievo ed effetto organizzativo [e non di] mera posta di risultato: in caso contrario, l’incoerenza tra fattispecie e disciplina sacrificerebbe istanze informative e di protezione dell’investimento di dignità non minore di quelle proprie dell’investimento imputato a capitale*”.

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

ammontari – ne è soggetto a contestuale erosione. Così, se il capitale *finanziario* ammonta a 33 e quello sociale a 99, una perdita di 34 non determinerà una perdita rilevante *ex art.* 2446 cod. civ. giacché dovrà considerarsi eroso il primo per ~11 ed il secondo per (soli) ~22, secondo, cioè, una ripartizione delle perdite proporzionale al rapporto fra le grandezze dei due *capitali* (così come il primo ammonta ad un terzo del secondo, esso sarà eroso da un terzo delle perdite e non invece – paritariamente ma non proporzionalmente – da metà delle perdite).⁽³⁵⁾ Una ulteriore variazione della presente soluzione escogitata dalla prassi – ma non presa in considerazione dalla massima – è, infine, quella di prevedere l’erosione *pari passu* solo allorché si versi in una situazione di perdita rilevante di capitale sociale *ex art.* 2446 o 2447 cod. civ.⁽³⁶⁾ Essa, in verità, si colloca in posizione a sua volta intermedia fra la soluzione dell’erosione paritaria al capitale e quella ad esso postergata imponendo un sacrificio patrimoniale agli *strumentisti* solo nel caso di situazione patrimoniale obiettivamente drastica, potendo anche determinare, di per sé soli, l’uscita dall’area di rilevanza delle perdite.⁽³⁷⁾

⁽³⁵⁾ Esattamente in questo senso anche BUSSOLETTI, *L’iscrizione*, pp. 39 e 40 (il quale però, come regola generale, sembrerebbe prendere a riferimento gli interi “*mezzi propri*” della società e non il solo capitale sociale), e D’ATTORRE, *Perdite*, p. 278, ove chiarisce come l’espressione *pari passu* “*vada interpretata come proporzionalità nell’assorbimento delle perdite rispetto ai reciproci ammontare del capitale sociale e della riserva*” (e spec. nt. 21, ove osserva come questo criterio di computo sia in verità lo stesso evidenziato dal PORTALE – in “*Prestiti subordinati*”, pp. 9 ss. – a riguardo di quello dettato nel regolamento del prestito obbligazionario subordinato emesso da una società controllata di diritto svizzero della Michelin S.A. Lascia invece perplessi l’applicazione pratica del criterio in parola che si legge in MIGNONE, *Strumenti*, p. 494, nt. 11, e in parere BRUNO (*infra*). Entrambi si basano sui *numeri* del caso DEMA-IMI di cui al successivo §: semplificando ed arrotondando, con un capitale sociale di 12, una riserva s.f.p. di 5, una riserva legale di 3 e perdite di esercizio per 11, si avrebbe che, al netto delle perdite, residua un capitale sociale di 9 e ciò perché il capitale definito da Mignone “*proprio*” – sociale più *finanziario* – di 17 verrebbe eroso dalle perdite per 8 dopo l’elisione della riserva per 3. Una simile conclusione non sembrerebbe però accettabile giacché postula il fare...un conto unico, cioè erodere indistintamente il capitale “*proprio*” oppure farlo imputando la perdita in parti uguali al capitale sociale e a quello *finanziario* la qual cosa sarebbe sì *pari passu* ma non anche *pro quota* e quindi in violazione della parità di trattamento fra azionisti e *strumentisti*, parità che sembrerebbe ispirare la filosofia di simili previsioni statutarie. Come esposto nel corpo del testo, si tratterebbe quindi di calcolare l’incidenza del capitale sociale e *finanziario* sul capitale *aggregato* e sulla base di tale incidenza computare l’incidenza delle perdite di modo che questa sia anche proporzionale oltre che simultanea: nel caso in questione, rappresentando le due poste di capitale rispettivamente il 70 e 30% del capitale *aggregato* la perdita di 11, dopo aver eroso interamente la riserva di 3, avrebbe dovuto incidere per 5,6 il capitale sociale di 12, riducendolo a 6,4, e per 2,4 il capitale *finanziario* (*i.e.* la riserva s.f.p.) di 5, riducendolo a 2,6. Del resto, è del tutto ragionevole attendersi che previsioni sulla sopportazione delle perdite *pari passu* fra azionisti e *strumentisti* facciano il paio con analoghe previsioni in materia di distribuzione di utili (com’era, infatti, nel caso a proposito del quale Mignone e Bruno hanno scritto): non si vede allora il perché un utile di 11 con ogni probabilità sarebbe stato da ripartirsi secondo le proporzioni sopra indicate – 70 e 30 – mentre la perdita secondo diverse proporzioni (paritarie col capitale sociale o, peggio ancora, indistintamente da esso).

⁽³⁶⁾ In tal senso si vedano, ad esempio, i regolamenti s.f.p. di Olio Dante S.p.A. e Stefanel S.p.A.; di quest’ultima la clausola di interesse è riportata nell’estratto in appendice al presente commento (§ 6.2).

⁽³⁷⁾ Infatti, si potrebbe avere che la perdita *rilevante* del capitale sia soltanto virtuale – e dunque il riferimento alle due fattispecie normative è da intendersi solo quale mera regola di conteggio delle perdite e non anche di concreta applicazione della disciplina – giacché il suo accertamento in astratto abiliterebbe l’utilizzabilità della riserva per copertura perdite e di conseguenza, ove questa sia capiente, ben potrebbero assorbire la perdita stessa tale che l’erosione del capitale sociale torni entro i limiti del terzo (si pensi ad un capitale sociale di 99, una perdita di esercizio di 34 e una riserva s.f.p. di 10: neppure per un istante si avrebbe che la perdita è *rilevante* in quanto incidente sul capitale per oltre un terzo del suo ammontare giacché essa stessa è il presupposto per poter utilizzare a copertura della perdita la riserva, la quale, dunque, una volta erosa, farebbe tornare le perdite entro il terzo del capitale).

3. Un unicum giurisprudenziale: la conversione pericolosa degli s.f.p. da parte di IMI Fondi Chiusi SGR S.p.A. e la tensione fra la tesi dell'erosione pari passu col capitale (o del capitale finanziario) e quella dell'erosione antergata al capitale

L'incertezza su quale ordine applicare in mancanza di una espressa disciplina statutaria è stata del resto evidente nell'unico caso finito sin ora all'attenzione della giurisprudenza, quello degli s.f.p. *di rischio* emessi dalla DEMA S.p.A. e sottoscritti da IMI Fondi Chiusi SGR S.p.A. nell'ambito di una generale operazione di ristrutturazione del debito.⁽³⁸⁾ Decidendo sulla sospensione degli effetti di una deliberazione del consiglio d'amministrazione che disponeva la conversione in azioni degli s.f.p., il Tribunale ha dovuto confrontarsi con il tema dell'incidenza delle perdite sulla base di uno statuto che si limitava a prevedere che “*nel caso in cui la ‘riserva apporti strumenti finanziari’ sia stata erosa da perdite al momento dell’esercizio del diritto di conversione, tale diritto potrà essere esercitato soltanto per il minor importo risultante al netto delle perdite subite*” senza però chiarire quale fosse l'ordine di detta erosione *durante societate* (con esclusivo riferimento allo scioglimento della società era invece previsto il concorso *pari passu* degli *strumentisti* con gli azionisti all'attivo di liquidazione e, quanto alla remunerazione, anche la distribuzione degli utili sociali era da farsi *pari passu* fra azionisti e *strumentisti* ⁽³⁹⁾). Seppure l'ordinanza non statuisca esplicitamente sul punto – fermandosi ad accogliere la sospensiva per mancanza di una situazione patrimoniale redatta *ad hoc*, dalle quale sarebbero dovute risultare perdite determinanti un minor numero di azioni attribuite in conversione a IMI – la vicenda è nondimeno di interesse per il fatto che, prima del giudizio, siano stati prodotti ben due pareri *pro veritate* vertenti, fra l'altro, sulla questione che qui rileva.⁽⁴⁰⁾ In sintesi, da un lato, il parere Fimmanò – non solo *pro veritate* ma anche *pro societate* (oltre che *pro* azionista di maggioranza diluito) – invocava la natura della riserva s.f.p. quale riserva *targata* sicché le perdite frattanto sopportate avrebbero dovuto erodere anche la riserva in parola con la conseguenza che le azioni attribuite in concambio allo *strumentista* IMI, in ragione dell'applicazione dell'art. 7.4.2, risultavano eccessive ⁽⁴¹⁾ e, dall'altro lato, il parere Bruno – *pro* IMI – aveva gioco facile nel sostenere la minor erosione della riserva giacché questa non era da considerarsi

⁽³⁸⁾ Trib. Napoli, sez. impr., 24 febbraio 2016, n. 31414, *Vema S.r.l. c. DEMA – Design Manufacturing S.p.A.*, in *Diritto Bancario*; in *Not.*, 2016, pp. 268 ss., con nota di D'ATTORRE, *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*; in *Le Società*, 2016, pp. 976 ss., con note di LAMANDINI, *Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite*, e PALMIERI, *La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, cod. civ. convertendi in azioni*. Per la verità anche in un altro caso giurisprudenziale edito gli strumenti finanziari hanno fatto apparizione, sia solo incidentalmente: Trib. Milano, sez. impr. B, 5 ottobre 2015, n. 51394, *Unicredit S.p.A. e Nordest Società di gestione del Risparmio s.p.a. c. Maccorp Italiana S.p.A. e altri*, in *Giurisprudenza delle Imprese*.
⁽³⁹⁾ Rispettivamente articoli 7.4.2, 7.1.4 e 7.1.5 dello statuto della DEMA S.p.A., così come riportati nel parere FIMMANÒ (*infra*).

⁽⁴⁰⁾ In occasione della seduta del consiglio d'amministrazione precedente a quella che ha deliberato la conversione, sussistendo fondati dubbi sull'ammontare al quale IMI si sarebbe vista convertire gli s.f.p., il legale rappresentante di quest'ultima prometteva la produzione di un parere *pro veritate* che corroborasse la propria posizione. Nonostante ciò non fosse avvenuto, la conversione in ogni caso veniva deliberata e solo dopo il consiglio richiedeva *motu proprio* al professor Francesco FIMMANÒ di rendere il proprio parere. Dato il tenore di quest'ultimo, IMI, dal canto suo, richiedeva un ulteriore parere alla professoressa Sabrina BRUNO. Entrambi i pareri *pro veritate* sono stati consultati per cortesia degli autori.

⁽⁴¹⁾ Non manca di aggiungere, quindi, che la previsione della erosione della riserva s.f.p. postergata al capitale – come sopra si è già avuto modo di dire – “*suscita perplessità proprio in quanto ... sembra non allinearsi alla interpretazione pressoché unanime che fissa un preciso ordine di priorità nella imputazione delle perdite rispetto alle poste iscritte nel patrimonio netto*”.

esposta alle perdite in modo solitario – e quindi integrale – prima del capitale ma in misura proporzionale e parallelo a questo, circostanza in verità corroborata dall’analogo criterio espressamente previsto con riguardo alla liquidazione della società ed alla partecipazione agli utili (cioè le previsioni di cui ai già citati artt. 7.14 e 7.1.5 dello statuto), sicché non si vedeva davvero come mai per il sol caso della conversione dovesse disattendersi una regola così chiaramente desumibile dall’interpretazione sistematica dello statuto.

4. Erosione per perdite della riserva d’emissione strumenti finanziari partecipativi ed esercizio dei diritti da parte degli strumentisti: la tesi dell’autonomia del profilo societario da quelli contabile e sua critica

Di pari significatività è poi la connessa questione sulla relazione fra l’erosione della riserva s.f.p., di cui sin ora si è discusso, e l’esercizio dei diritti incorporati negli s.f.p. medesimi. Sul punto, è da notarsi come la dottrina pressoché unanime nonché il notariato milanese convengano sull’ “*affrancamento*” – o “*recisione*” – degli s.f.p. dalla sorte della sorte della “*riserva storicamente costituita a seguito della loro sottoscrizione ... sicché l’erosione di quest’ultima a seguito di perdite non è destinata a determinare automaticamente un corrispondente e proporzionale annullamento*” degli s.f.p. Si sostiene a tal proposito che non vi sarebbero dubbi sul fatto che la rappresentazione contabile dell’apporto quale riserva non abbia come necessaria conseguenza l’estinzione dei diritti, che di conseguenza sarebbero idonei a *sopravvivere* alla relativa riserva.⁽⁴²⁾ Pertanto, in modo altrettanto liberale così come a proposito della precedente questione, anche qui l’autonomia statutaria potrà decidere di prevedere, agli antipodi:

- i) la conservazione dei diritti degli s.f.p. anche qualora la relativa riserva risulti erosa o
- ii) l’annullamento degli s.f.p. proporzionale all’erosione della relativa riserva e, quali vie intermedie,
- iii) la sospensione dei diritti degli s.f.p. qualora la relativa riserva risulti erosa, in tutto o in parte, ma con l’automatico ripristino dei diritti, per l’intero o per la differenza, non appena questa venga ricostituita, anche prevedendo, eventualmente, un vincolo a che i futuri utili di esercizio siano a ciò prioritariamente destinati⁽⁴³⁾ o
- iv) l’attribuzione di un diritto alla conversione in azioni al ricorrere della condizione dell’integrale erosione per perdite della riserva.

⁽⁴²⁾ Le immaginifiche parole citate sono sempre della motivazione alla massima, che fa una *summa* della dottrina sul punto: ABRIANI, *Le azioni*, p. 336, nt. 366; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n.164; D’ATTORRE, *Gli strumenti*, pp. 346-347 (ove è elevata a disciplina di *default*, in mancanza di diversa previsione statutaria, ed addirittura adombrando il rimedio della nullità per la clausola che statuisse in senso difforme, adducendo – forse confondendo le acque con i termini del problema affrontato nei precedenti due § – la “*natura ‘tipologica’ e, in quanto tale imperativa, della regola della postergazione assoluta dei soci rispetto agli altri fornitori di capitale*” che quindi renderebbe una simile clausola “*affetta da nullità, nella misura in cui supera in vincoli tipologici della S.p.A., determinando un’irreversibile inversione dei rapporti tra soci e titolari di s.f.p.*”); LIBONATI, *Gli strumenti*, p. 604; SPOLIDORO, *Apologia*, p. 29 (seppur in modo dubbioso sull’esistenza di una norma implicita nel sistema che abiliti la soluzione proposta); STANGHELLINI, *commento*, p. 2718. *Contra* INNOCENZI, *Gli strumenti*, p. 258 (seppur in modo dubbioso); PALMIERI, *La partecipazione*, p. 991.

⁽⁴³⁾ Soluzione prospettata anche in SPOLIDORO, *Apologia*, p. 30.

Le due argomentazioni addotte dalla massima – le uniche, in verità – a sostegno dell'autonomia dei profili societari – o cartolari, ove gli s.f.p. fossero incorporati in titoli di credito – da quelli *contabili* si fonderebbero, però, su circostanze non particolarmente significative oltre che su un equivoco di fondo. L'insensibilità degli s.f.p. all'erosione della rispettiva riserva sarebbe *in thesi* corroborata dalla possibilità della loro emissione, da un lato, a fronte di un apporto non raffigurabile nei conti della società e, dall'altro, a favore di dipendenti della società o di sue controllate anche in assenza di una destinazione di utile *ex art.* 2349, comma secondo, cod. civ.⁽⁴⁴⁾ Tuttavia, non si vede come due fattispecie diverse da quella presa in considerazione dalla massima – l'emissione di s.f.p. a fronte di un apporto irredimibile e raffigurabile contabilmente – possano giustificare la disciplina, per di più incidendovi proprio su un tratto essenziale e cioè l'ingresso nel *sistema* del patrimonio netto con l'assoggettamento alle relative regole di funzionamento. In altri termini, non appare dirimente né la circostanza per cui se l'oggetto dell'apporto, a fronte del quale la società emette gli s.f.p., non rientri fra i beni conferibili nella società ai sensi della disciplina eurounitaria (per semplicità: le prestazioni continuative d'opera o di servizio) esso non potrà originare alcuna rilevazione contabile⁽⁴⁵⁾ e nemmeno quella per cui, a differenza delle azioni, in favore dei prestatori di lavoro possono essere emessi s.f.p. anche senza un corrispondente impiego di utili. Non il primo caso, nel quale una riserva non c'è non tanto perché gli s.f.p. possano essere *autonomi* quanto perché è la disciplina contabile a vietarne l'iscrizione: il *correttivo* a tutela della società per il caso di cessazione della prestazione dell'opera o del servizio (o suo inadempimento) non starà tanto, com'è ovvio, in alcuna regola bilancistica (*i.e.* l'annullamento per perdite degli s.f.p.) quando nella previsione di “*sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni*” *ex art.* 2346 cod. civ., comma sesto; sanzioni che del resto trovano spazio pure nel caso – tecnicamente dissimile ma sostanzialmente simile – delle prestazioni accessorie *ex art.* 2345 cod. civ. (ove sempre lo statuto prevede “*particolari sanzioni per il caso di inadempimento*”). Neppure il secondo caso, ove – anche qui – manca la riserva non tanto per l'autonomia degli s.f.p. *dei lavoratori* quanto per il fatto che, non essendovi la necessità di *coprire* l'aumento gratuito di capitale con l'utile d'esercizio – come per il caso dell'assegnazione *gratuita* di azioni –, il legislatore ne consente l'emissione senza che alcuna posta contabile transiti dal conto economico allo stato patrimoniale⁽⁴⁶⁾ e del

⁽⁴⁴⁾ Le argomentazioni in questione sono state originariamente proposte in STANGHELLINI, *Commento*, p. 2718, e citate anche in INNOCENZI, *Gli strumenti*, p. 257. Sempre sul punto, non può farsi a meno di osservare come, oltre alle argomentazioni citate, la motivazione della massima faccia propria pure la perentoria citazione che Stanghellini fa di un passo di Notari – “*l'estinzione dei diritti attribuiti dagli strumenti finanziari, i quali si configurano alla stregua di un 'debito, onere o compressione dei diritti dei soci' e, come tali, sono suscettibili di sopravvivere alla cancellazione della riserva storicamente costituita a fronte del loro apporto*” – ove le parole citate fra apici singoli (...) appartengono sì al commento dell'autore effettivamente citato (NOTARI, *Commento*, p. 120, pur trattandosi, in verità di p. 121) ma riguardano i diversi strumenti finanziari partecipativi assegnati ai prestatori di lavoro *ex art.* 2349, comma secondo, e non 2346, comma sesto, cod. civ. (inequivocabilmente in tal senso è anche l'intitolazione del § cui appartiene il passo citato) sicché non si comprende davvero come la natura di “*debito, onere o compressione dei diritti dei soci*” possa essere riferita ai diritti incorporati negli s.f.p. *di rischio* quando in verità è stata attribuita dall'autore del passo citato alla rinuncia che i soci fanno ai futuri utili in modo da poterli attribuire, per il tramite degli strumenti assegnati gratuitamente, ai prestatori di lavoro-*strumentisti*. La stessa citazione fuori contesto del passo di Notari la si può poi leggere – aggiungendo questa volta un *livello* di citazione ulteriore – anche in INNOCENZI, *Gli strumenti*, p. 256, che cita Stanghellini.

⁽⁴⁵⁾ Sui quali, si veda NOTARI, *Commento*, pp. 111-112; ID., *Azioni*, p. 547.

⁽⁴⁶⁾ Sugli s.f.p. assegnati ai prestatori di lavoro, e soprattutto sulla deroga per questi alla naturale onerosità che caratterizza la fattispecie generale *ex art.* 2346, comma sesto, cod. civ. (“...a seguito dell'apporto”), si vedano, per tutti AUTUORI, commento Sub *Art.* 2349 cod. civ., in *Azioni*, a cura di Notari, p. 199, e NOTARI,

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

resto non si vede neppure quale potrebbe essere l'apporto che alimenterebbe la riserva considerata la causa di incentivazione e remunerazione che normalmente fa da sfondo a simili assegnazioni: si tratterebbe, insomma, di una fattispecie ben diversa ed autonoma tanto da non poter giustificare alcuna analogia di disciplina. Ma ancor più in generale può obiettarsi – come del resto riconosce la massima stessa – il fatto che i due casi in questione siano caratterizzati da una mancanza *ab origine* della contabilizzazione dell'apporto a differenza invece del caso in cui la correlazione fra strumento ed apporto venga meno *durante societate*, circostanza che quindi renderebbe ancora più tenue la connessione fra le due classi di s.f.p. *speciali* e quella *ordinaria* degli s.f.p. *di rischio*.

Allorché, invece, – tornando al caso che qui rileva, quello degli s.f.p. *di rischio* – l'autonomia statutaria optasse per la fattispecie che sotto più punti ricalca il tipo azionario, allora sembrerebbe opportuno che trovino applicazioni le regole fondamentali in materia di erosione del capitale per perdite: così come la sua riduzione non può che comportare un corrispondente annullamento (o riduzione del valore nominale) di azioni – le quali del capitale sono frazioni ideali – anche l'erosione della riserva s.f.p. iscritta al momento dell'emissione degli strumenti, i quali pure ne rappresentano una frazione ideale,⁽⁴⁷⁾ non può che avere come conseguenza il loro proporzionale annullamento in sede di deliberazione sulla copertura delle perdite o riduzione del capitale. E del resto, anche la motivazione della massima, dopo aver esposto in termini generali la soluzione che qui si critica, ha subito cura di notare come guarnire gli s.f.p. di una simile “*ultrattività*” porti con sé il rischio di gravare l'intero patrimonio sociale di un onere “*suscettibile di protrarsi indefinitamente nel tempo*”. Più oltre, in ogni caso, l'effettiva portata dell'*ultrattività* degli strumenti alla relativa riserva è ridimensionata dalla stessa motivazione, limitandola – così sembrerebbe – ai soli diritti amministrativi e non anche a quelli patrimoniali, quasi come a garantire allo *strumentista* di scongiurare il rischio di una uscita dalla *partecipazione* al contratto sociale per cause esterne alla sua volontà, come, per l'appunto, l'erosione per perdite della riserva accesa a fronte del proprio apporto. L'autonomia statutaria dovrebbe, cioè, prevedere meccanismi in base ai quali sia riconosciuto agli *strumentisti* il “*diritto ... di effettuare nuovi apporti ... con assegnazione di nuovi strumenti finanziari in misura tale da ripristinare il preesistente rapporto tra capitale e quasi capitale*”, tutela che non può che evocare idealmente l'attribuzione del diritto d'opzione in sede di aumento del capitale *post* integrale erosione dello stesso dalle perdite, anche se il rimedio in parola ben potrebbe attivarsi in un momento antecedente all'integrale erosione della riserva s.f.p. e cioè quando questa si riduca per una frazione significativa del proprio ammontare.⁽⁴⁸⁾ E sempre nel senso della tutela alla posizione di

Commento, p. 121, ove rimarca il tratto essenziale degli strumenti emessi in favore dei prestatori di lavoro ossia la “*gratifica gratuita, che trovo il proprio motivo nella sussistenza del rapporto di lavoro*” e poi, ancora, ribadisce come questo tipo di strumenti “*si differenzia dagli altri ... per la loro genesi, fondata su una 'gratuità' collegata al rapporto di lavoro*” (enfasi dell'a.).

⁽⁴⁷⁾ Circostanza che sembrerebbe avvalorata dalla prassi costante di attribuire un valore nominale agli s.f.p. *di rischio*, non dissimilmente da come si farebbe con l'ordinario valore nominale delle azioni e cioè attribuendo a ciascuno strumento il quoziente del rapporto fra ammontare nominale dell'apporto e numero di strumenti emessi. In tal senso tutti i regolamenti s.f.p. riportati per estratto in appendice nonché l'uso dell'espressione “valore nominale” – seppur fra virgolette – in NOTARI, *Commento*, p. 113.

⁽⁴⁸⁾ Si veda, ad esempio, la clausola del regolamento s.f.p. citato in BUSANI e SAGLIOCCA, *I diritti*, p. 1195, nt. 30, che prevede l'obbligo di emissione di s.f.p., da offrirsi in opzione ai precedenti *strumentisti*, nell'ambito dell'aumento di *ricostituzione* del capitale dopo suo azzeramento per perdite. Sottolinea l'interesse degli *strumentisti* a partecipare alla ricapitalizzazione della società in un simile contesto, atteso l'interesse ad evitare la possibile trasformazione in altro tipo societario incompatibile con l'esistenza degli

strumentista sembrerebbero essere dirette le due soluzioni intermedie suggerite dalla massima, ossia il diritto di conversione (o la conversione automatica) che troverebbe applicazione al momento dell'integrale erosione della riserva e il vincolo degli utili futuri a ricostituire la riserva s.f.p. erosa di modo che cessi la sospensione dei corrispondenti (all'erosione) diritti degli strumenti.

Quanto ai diritti patrimoniali – soggiunge la massima –, essi non potranno che essere riconosciuti in via strettamente proporzionale alla consistenza della riserva, che in un qualche modo finirebbe per misurarne la *partecipatività* alle prerogative sociali, in modo non troppo dissimile da come il capitale sociale è metro di riferimento per le azioni: il diritto di partecipazione agli utili, all'attivo di partecipazione, di recesso e di riscatto “*andrà necessariamente subordinato alla effettiva sussistenza di valori attivi corrispondenti all'apporto*”, il che porterebbe a chiedersi cosa, in definitiva, effettivamente comporta l'*affrancamento* degli s.f.p. *di rischio* dalla relativa riserva, così enfaticamente sostenuto in più punti della massima ma a ben vedere poi significativamente ridimensionato nell'effettiva portata. In conclusione, deve però notarsi come l'estensione della regola di stretta proporzionalità fra riserva e diritti degli s.f.p. – e cioè del loro annullamento in caso di erosione della prima – incontrerebbe incertezza pratiche con riguardo ai diritti amministrativi, che la massima non prende in considerazione e *pour cause*: se per i diritti patrimoniali non vi sono soverchie difficoltà ad immaginare che se, ad esempio, si dimezza la riserva si dimezzerà anche l'utile riconosciuto allo *strumentista* in seguito all'annullamento di metà strumenti (o dimidiamiento del loro valore nominale), così non è, ad esempio, per il diritto a nominare un membro indipendente del consiglio d'amministrazione o di proporre istanza *ex art.* 2409.cod. civ.⁽⁴⁹⁾ Ci si chiede, dunque, in che misura debba risentire una simile prerogativa dello *strumentista* nel caso di annullamento della metà dei propri s.f.p. L'unica soluzione percorribile sembrerebbe quella di attribuire i diritti amministrativi non tanto allo *strumentista uti singulus* quando a certe aliquote di s.f.p. espresse come rapporto fra il valore nominale degli strumenti necessari sul valore nominale complessivo di tutti gli s.f.p. sicché il possesso di strumenti il cui valore nominale dovesse scendere, in esito ad annullamento, al disotto delle predette soglie oltre che far venire proporzionalmente meno i diritti patrimoniali potrebbe anche perdere il potere di esercitare taluni diritti amministrativi.

Ciò presupporrebbe, allora, che l'autonomia statutaria abbia cura di determinare quali diritti amministrativi spettano allo *strumentista* in quanto tale e quali invece sono subordinati al possesso di determinate aliquote minime di valore nominale di s.f.p., come peraltro avviene nella generale disciplina delle società azionarie.

In conclusione, si ha l'impressione che sul punto la massima affronti la questione dell'*ultrattività* degli s.f.p. *di rischio* svelando la natura e la funzione della relativa riserva,

strumenti stessi, GIAMPIERI, *Gli strumenti*, p. 435. Sempre nell'ottica della protezione della posizione di *strumentista*, in VALZER, commento, p. 508, si auspica anche l'estensione delle tutele *ex art.* 2446 cod. civ. anche ai portatori di s.f.p. *di rischio* giacché “*non può accettarsi che i titolari di s.f.p. ... possano apprendere della totale erosione del loro investimento solo con l'approvazione del bilancio ... senza che l'intera organizzazione sociale resti sollecitata già prima*”.

⁽⁴⁹⁾ Per un elenco esaustivo dei diritti amministrativi attribuibili agli s.f.p., ragioni di brevità impongono un rinvio, per tutti, alla ricognizione che si legge in NOTARI, commento, pp. 106-109.

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

la quale, lungi dall'esserne meramente scrittura contabile *di riflesso*,⁽⁵⁰⁾ in analogia con la disciplina generale del capitale sociale e delle azioni, rappresenterebbe la tecnica dell'operazione di investimento dall'apporto sottesa. Di conseguenza, una volta che l'autonomia statutaria avrà optato per il regime proprio del capitale di rischio non potrà poi esimere gli strumenti emessi a fronte di un simile investimento dall'essenziale disciplina che inscindibilmente (e proporzionalmente) li vede legati alla connessa riserva di patrimonio netto sicché ogni qual volta l'assemblea sarà chiamata a deliberare sulla copertura della perdita di bilancio, una volta accertata l'erosione per perdite della riserva, non potrà che deliberare anche un corrispondente annullamento (o riduzione del valore nominale⁽⁵¹⁾) degli s.f.p., sempre con salvezza di quei meccanismi a tutela della posizione di *strumentista* (conversione automatica, diritto di sottoscrizione di s.f.p. di nuova emissione, attribuzione a titolo gratuito di azioni di godimento *ex art. 2353 cod. civ.*⁽⁵²⁾ ecc.). Insomma, come è stato fulgidamente osservato, diversamente *“l'incoerenza tra fattispecie e disciplina sacrificerebbe istanze informative e di protezione dell'investimento di dignità non minore di quelle proprie dell'investimento imputato a capitale sociale”*.^(53 – 54)

⁽⁵⁰⁾ La definisce, in modo del tutto analogo, *“mera posta di risultato”* VALZER, *Commento*, p. 508. Come si dedurrebbe da più punti in D'ATTORRE, *Gli strumenti*, (ampliando quanto già esposto in *Perdite*, pp. 279 ss.) pp. 343, ove il profilo contabile si limiterebbe a rappresentare *“il valore degli strumenti finanziari partecipativi”*, p. 344, ove si aggiunge che *“il dato contabile è rilevante nella misura in cui serve a rappresentare l'esistenza o meno di un obbligo di rimborso della società emittente rispetto all'apporto”* ed, infine, p. 345, ove, in modo forse apodittico, si conclude nel senso che *“l'unica soluzione per garantire la coerenza del sistema rispetto alle proprie opzioni di fondo appare, pertanto, quella di garantire la ‘sopravvivenza’ dei titolari degli strumenti finanziari partecipativi pur nel caso in cui le perdite maturate abbiano ridotto o azzerato la riserva statutaria del patrimonio netto costituita a fronte degli apporti degli stessi”*, mitigando, però, queste conclusioni precisando che *“la ‘sopravvivenza’ ... opera in quanto compatibile. Se, ad esempio, le perdite abbiano interamente assorbito il capitale sociale, comprensivo anche dell'aumento di capitale ‘a servizio’ della conversione, non è possibile procedere alla conversione, essendosi completamente eroso il capitale e non essendoci più – a seguito delle perdite – azioni da offrire ai titolari degli SFP”* (pur non essendo affatto chiaro in che modo le perdite possano erodere un aumento del capitale *al servizio*, che in quanto tale è meramente deliberato e non sottoscritto, ed annullare delle azioni che ancora non sono state emesse. Un ulteriore riferimento all'erosione dell'aumento al servizio si ravvisa a p. 347).

⁽⁵¹⁾ Il rilievo formalistico che si legge in STANGHELLINI, *Commento*, p. 2718, per cui indice del non obbligatorio annullamento degli strumenti sarebbe il fatto che, con riguardo alle azioni, *“la riduzione parziale del capitale sociale in conseguenza di perdite non comporta la cancellazione di alcuna delle azioni senza valore nominale già emesse ma solo la diluizione rispetto ad eventuali altre azioni che in futuro la società dovesse emettere”* è utile occasione per notare come il meccanismo della *diluizione* della parità contabile (o valore nominale implicito) – in luogo dell'annullamento – ben potrebbe trovare applicazione anche con riferimento agli s.f.p. *di rischio* – ove ovviamente il valore nominale non sia previsto – senza che ciò importi alcun automatismo nell'operare della *diluizione* in parola: così come per il caso di azioni senza indicazione del valore nominale non è automatico l'*abbattimento* della parità contabile – giacché necessariamente occorre una deliberazione di riduzione di una delle due grandezze fondamentali, cioè il capitale sociale – anche per il caso degli s.f.p. dovrà esservi una deliberazione che, coprendo la perdita, prenda atto della riduzione del capitale *finanziario*, ossia la riserva s.f.p., che insieme all'altra grandezza fondamentale rappresentata dal numero degli s.f.p., ne determina il valore delle loro parità contabile.

⁽⁵²⁾ Benché non presa in considerazione dalla massima, questa soluzione è suggerita in D'ATTORRE, *Gli strumenti*, p. 347.

⁽⁵³⁾ Così VALZER, *Commento*, p. 508.

⁽⁵⁴⁾ Per un esempio di clausola statutaria esattamente coerente con la ricostruzione proposta nel testo, si veda l'art. 2.3 del regolamento s.f.p. della Premuda S.p.A.: *“per il caso in cui l'assemblea dei soci deliberi l'azzeramento e la ricostituzione del capitale della Società per perdite, che comporterà l'applicazione delle seguenti disposizioni: [1.] gli [s.f.p.] dovranno considerarsi integralmente annullati al pari di tutte le azioni*

In definitiva, non è da nascondere come il rischio della soluzione qui proposta sia semmai di natura tipologica: ci sarebbe da chiedersi, cioè, se un'applicazione così fedele di un tratto di disciplina della fattispecie azionaria, quella dell'incidenza delle perdite, non ne determini – di per sé sola – un appiattimento in tal senso della fattispecie degli s.f.p. di *rischio*, la qual cosa sarebbe in palese antitesi con la natura di questi ultimi quali strumenti connotati dalla “*congenita residualità e marginalità delle funzioni*” rispetto agli altri strumenti tipizzati dalla disciplina azionaria, cioè azioni e obbligazioni.⁽⁵⁵⁾

Pare poi opportuno un appunto all'apparenza solo lessicale ma in verità anche tecnico: benché in più punti della massima si discorra di annullamento *automatico* degli s.f.p. in proporzione all'erosione della relativa riserva,⁽⁵⁶⁾ non sembra davvero possibile che un simile automatismo possa trovare applicazione in ragione della cristallizzazione del numero (e talvolta anche del valore nominale) degli s.f.p. emessi a livello statutario.

Senza addentrarsi nell'annosa questione sulla competenza assembleare all'assunzione della deliberazione di riduzione del capitale per perdite e, per connessione, di proporzionale annullamento (o riduzione del valore nominale) delle azioni,⁽⁵⁷⁾ basta qui osservare come non potrà che essere una formale deliberazione a mutare in un minor numero gli s.f.p. emessi, annullandoli (o riducendone il valore nominale): segnatamente nel caso di erosione per perdite della riserva s.f.p., sarà quindi la deliberazione assembleare *ex artt.* 2445, 2446 o 2447 cod. civ. – o consiliare ove si ritenesse applicabile per analogia la delega al consiglio d'amministrazione nel caso di non indicazione del valore nominale degli s.f.p. *ex terzo comma dell'art.* 2446 cod. civ. – a prendere atto dell'erosione e, per l'effetto, dell'annullamento (o riduzione del valore nominale, ove indicato) degli s.f.p., con il conseguente adeguamento delle rispettive menzioni (numero

della Società; [2.] la Società dovrà contestualmente provvedere anche a deliberare l'emissione di nuovi [s.f.p.] da offrire in sottoscrizione ai Titolari di [s.f.p.] iscritti nel Registro al momento della suddetta delibera assembleare che ne abbiano fatto richiesta per iscritto”. Pressoché con parole identiche anche il regolamento s.f.p. di Prime Holding S.p.A.

⁽⁵⁵⁾ Le parole sono di NOTARI (*Gli strumenti*, pp. 1144-1145) che poi spiega come “*intend[a] cioè dire che può aver senso ricorrere agli s.f.p. – a dispetto dei maggiori costi di transazione che essi inevitabilmente comportano, non foss'altro che per l'esiguità della disciplina legale e per la conseguente necessità di prevedere e negoziare una idonea disciplina convenzionale – solo quando ... non siano volute o coerenti con le esigenze del caso concreto le conseguenti derivanti dalla emissione di azioni, vuoi in termini di diritti patrimoniali, vuoi in termini di diritti di governance, vuoi ancora in termini di limiti o diritti inderogabilmente applicabili alle azioni (si pensi ad esempio al limite del valore minimo della c.d. equa valorizzazione in caso di recesso o di riscatto oppure al diritto di opzione necessariamente spettante a tutte le azioni)*”. Per uno spunto su una lettura più sostanzialistica e quindi meno riguardosa dei limiti tipologici imperativi nella disciplina della società azionaria, si veda la notazione, sia pure incidentale e con valenza nemmeno di *obiter dictum*, della Commissione europea, contenuta in una nota a piè di pagina (10) della propria decisione assunta in data 5 luglio 2016 in merito alla vicenda sugli aiuti di stato S.E.A.-SEA Handling, i cui termini essenziali sono indicati nella successiva nota 74: “*Essendo strumenti azionari, gli SFP non sono soggetti all'obbligo di rimborso dell'importo conferito da SEA. Essi non conferiscono diritti amministrativi, ma sono simili alle azioni dal punto di vista dei diritti azionari. In particolare, questi strumenti offrono diritti di partecipazione agli utili e alle riserve e diritti ad altre voci di patrimonio, anche in caso di scioglimento della società*”.

⁽⁵⁶⁾ Così come, del resto, in ABRIANI, *Le azioni*, p. 336, nt. 366.

⁽⁵⁷⁾ Per una esauriente sintesi delle posizioni dottrinali *ante* riforma si rinvia a ATLANTE e MARICONDA, *La riduzione del capitale per perdite*, Studio n. 3658 approvato dalla Commissione Studi Civilistici del Consiglio nazionale del Notariato l'11 dicembre 2001, disponibile sul sito *web* del Consiglio nazionale del Notariato, pp. 22 ss.; quanto all'interpretazione pressoché unanime *post* riforma si veda, invece, STANGHELLINI, *Commento*, p. 2725.

o valore nominale) statutarie. Non, invece, il mero fatto dell'erosione, quale che sia la tesi accolta a riguardo della (parimenti annosa) questione sulla automaticità o meno dell'erosione delle riserve di patrimonio netto in generale.⁽⁵⁸⁾

Ultimo per persuasività ma comunque nel senso della ricostruzione qui proposta è, infine, l'argomento citato incidentalmente dalla massima circa la *trasparenza esterna* della eventuale previsione della sopravvivenza degli strumenti alla riserva. In un caso simile vi sarebbe l'ulteriore inconveniente di rendere poco conoscibile o comunque conoscibile in modo meno agevole da parte dei terzi la sussistenza dei diritti attribuiti dagli strumenti giacché dal bilancio d'esercizio questi (*i.e.* la riserva s.f.p. cui gli strumenti ineriscono) non trasparirebbero più in esito alla cancellazione della riserva per sua integrale erosione: i terzi dovrebbero infatti apprendere dell'*ultrattività* degli s.f.p. dalla previsione statutaria in tal senso così come pure dall'informativa da rendersi in nota integrativa al bilancio ai sensi del numero 19 dell'art. 2427, a mente del quale devono essere menzionate, fra l'altro, "*le caratteristiche*" degli s.f.p. emessi.

5. Erosione per perdite della riserva d'emissione strumenti finanziari partecipativi e loro convertibilità in azioni postergate nella partecipazione alle perdite. La conversione incrementale e quella diluitiva

La tensione fra il meccanismo dell'*affrancamento* dei diritti degli s.f.p. dalla relativa riserva e l'esercizio dei diritti patrimoniali culmina, per espressa ammissione della massima, allorché agli strumenti sia attribuito anche quel peculiare diritto che è il diritto di conversione – eventualmente automatica⁽⁵⁹⁾ – in azioni:⁽⁶⁰⁾ esigenze imperative di copertura dell'aumento del capitale (*al servizio* dell'emissione delle azioni da attribuirsi in conversione) imporrebbero "*la perdurante esistenza, nel patrimonio dell'emittente, di*

⁽⁵⁸⁾ La natura del tutto peculiare della riserva s.f.p. quale *capitale finanziario* e cioè rappresentativo della somma degli strumenti emessi imporrebbe – per coerenza sistematica con quanto ora affermato nel testo – di prediligere la tesi sulla non automaticità dell'erosione, notoriamente sostenuta in FORTUNATO, *Capitale e bilanci nella S.p.A.*, in *Riv. soc.*, 1992, pp. 145 ss., e, conformemente, in CASTELLANO, *Riserve e organizzazione patrimoniale nella società per azioni*, Milano, 2000, pp. 170 ss.; FIGÀ-TALAMANCA, *Bilanci e organizzazione dei poteri dispositivi sul patrimonio sociale*, Milano, 1997, p. 156; RUBINO DE RITIS, *Gli apporti "spontanei" in società di capitali*, Torino, 2001, p. 168, nt. 44. *Contra* COLOMBO, *Il bilancio*, p. 509; COSTA, *Le riserve nel diritto delle società*, Milano, 1984, p. 64; NOBILI e SPOLIDORO, *La riduzione*, pp. 289 ss.

⁽⁵⁹⁾ Nel qual caso non si tratterà più di un diritto (o di una facoltà) e dunque, in linea con la terminologia invalsa nella prassi per le obbligazioni, avremmo degli s.f.p. c.d. *convertendi*. Esempio dell'impiego pratico di questa modalità di conversione, peraltro cumulata a quella *su richiesta* dello *strumentista*, è proprio il caso DEMA-IMI, ove, da statuto, in caso di non conversione volontaria entro un certo orizzonte temporale gli effetti di questa di producevano automaticamente.

⁽⁶⁰⁾ Ancorché nel prosieguo, per brevità, ci si riferirà solamente agli "s.f.p. convertibili" resta inteso che la convertibilità in parola è in azioni e non in obbligazioni o altri titoli di credito emettibili dalla società per azioni (*warrant* ad esempio) e ciò per la pressoché totale assenza di interesse della prassi e della dottrina per casi simili, pur teoricamente ammissibili senza dar adito a particolari questioni giuridiche. Sulla ammissibilità in generale di s.f.p. *di rischio* convertibili in azioni si veda la condivisibile osservazione del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO (Massima n. 166, motivazione) per cui l'estensione della disciplina delle obbligazioni – anche convertibili – agli s.f.p. *di debito* operata dall'art. 2411, comma terzo, cod. civ., "*induce a ritenere che, a maggior ragione, ciò debba reputarsi possibile con riferimento agli s.f.p., che hanno o possono avere un contenuto « partecipativo » o « ibrido » (quasi-equity), più vicino al contenuto dei titoli azionari (equity)*".

una posta – una qualsiasi, non necessariamente quella *targata* ⁽⁶¹⁾ – *di netto a ciò destinata*”.⁽⁶²⁾ In verità però, come si vedrà fra breve, non è sempre vero che debba sussistere al momento della conversione una riserva e per illustrare ciò conviene tentare una minima ricostruzione sistematica della conversione in parola.

Nella succinta disciplina codicistica degli s.f.p. in generale, com'è noto, non v'è traccia della fattispecie di quelli convertibili e pertanto, per colmare la lacuna, sembrerebbe utile rifarsi in parte alla disciplina delle obbligazioni convertibili in azioni – alle quali il pensiero volgerebbe, se non altro, per assonanza – e in parte a quella dell'imputazione di riserve a capitale.

Infatti, quanto alla natura degli s.f.p. di titoli convertibili, questa sarebbe catturata per larghi tratti da alcune previsioni previste dal codice civile in punto di obbligazioni e, quanto alla natura di titoli rappresentati da una riserva di patrimonio netto e non da una passività, dalla disciplina dell'aumento *gratuito* di capitale.

Sotto quest'ultimo profilo, infatti, nel caso delle obbligazioni convertibili ciò che rappresenta il conferimento è il debito da restituzione del capitale *prestato* che viene compensato – una passività che, in quanto tale, non muta nel corso degli esercizi – mentre nel caso degli s.f.p. è un'imputazione di riserva, che, quindi, a mente dell'art. 2442 cod. civ. deve essere “*disponibile*”, oltre che esistente (“*iscritta in bilancio*”). Per questo stesso motivo, può escludersi con serenità l'inquadramento degli s.f.p. convertibili fra i non tipizzati fenomeni di conversioni azionarie volontarie da azioni ordinarie in azioni di categoria (o viceversa) :⁽⁶³⁾ il fatto che questi casi abbiano tutti ad oggetto azioni – in quanto tali rappresentative del (e imputati al) capitale sociale – esclude che vengano in rilievo questioni attinenti agli aspetti contabili, che invece nel caso degli s.f.p. sussistono.

Venendo quindi alla ricostruzione della disciplina applicabile, è opportuno muovere dalla considerazione di fondo per cui la convertibilità in azioni degli s.f.p. *di rischio* – come suggerito del resto dal particolare meccanismo di conversione previsto dall'ultimo della massima – può trovare applicazione secondo due modi tecnicamente diversi eppure

⁽⁶¹⁾ La motivazione alla massima ha cura di precisare che nel caso in cui sia individuata “*altra riserva suscettibile di essere asservita alla futura ed eventuale conversione*” tale individuazione debba trovare consacrazione in una “*apposita previsione statutaria*”. Ed in effetti, si tratterebbe di garantire ai sottoscrittori degli strumenti un formidabile accordo di *targatura* che sia idoneo a sopravvivere alla esistenza della relativa riserva trasferendosi su altra riserva al momento della conversione, la quale verrebbe per sopportare il vincolo di destinazione (*i.e.* l'essere annullata a liberazione di un aumento *al servizio* della conversione e dunque in favore degli strumentisti che ben potrebbero non coincidere con gli azionisti, titolari della riserva) originariamente insistente sulla riserva s.f.p., poi estinta. Nello stesso senso anche CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 166, lett. d) (“*la conversione, qualora gli s.f.p. non abbiano diritto a rimborso, comporta l'utilizzo della riserva creatasi a fronte dell'emissione... o di altra riserva a ciò resa disponibile e deve quindi ritenersi subordinata alla sussistenza delle medesime*”).

⁽⁶²⁾ Nello stesso senso anche i recenti orientamenti del notariato milanese (CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massime nn. 166, lett. d), e 169, lett. b)), che pure ha sostenuto, di là dal caso della conversione, il generale *affrancamento* dei diritti degli s.f.p. dalla relativa riserva (Massima n. 164).

⁽⁶³⁾ Per un inquadramento generale dell'istituto della conversione di azioni (di una categoria in azioni di altra categoria) si rimanda a ABU AWWAD, *Profili di tutela delle azioni convertibili*, in *Nuovo dir. soc.*, 2013, 18, pp. 40 ss.; CAPIZZI, *Conversione obbligatoria di azioni di risparmio in ordinarie, parità di trattamento, alienazione di azioni di S.p.A. ante causam e perdurante titolarità del diritto al risarcimento ex art. 2377, 3° co., cod. civ.*, Nota a Trib. Roma, 7 luglio 2011, in *Giur. comm.*, 2013, II, pp. 292 ss.; DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Milano, 2012; MIGNONE, *Le azioni di risparmio nel nuovo diritto societario*, Napoli, 2013, pp. 132 ss.

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

rispondenti al medesimo fine pratico, cioè quello di permettere l'ingresso nella compagine sociale *a pieno titolo* di portatori di capitale di rischio da parte di chi fino a quel momento vi aveva semplicemente *partecipato* a titolo di portatore di *quasi capitale* (o capitale *mezzanino*).

Il primo modo è quello che per certi versi più fedelmente ricalca la conversione *à la* obbligazioni convertibili e perciò potrebbe essere definitivo di conversione *classica* o incrementale: si tratta, cioè, della conversione che importa un aumento del capitale, con o senza emissione di nuove azioni (quello che, tradizionalmente, è stato definito procedimento di conversione *diretta* ⁽⁶⁴⁾). In un caso simile, non possono esservi dubbi come anche le cautele a presidio dell'effettività del capitale sociale – e segnatamente quelle rese necessarie secondo l'interpretazione preferibile della disciplina in punto di imputazione di riserve a capitale nonché di conferimenti – trovino applicazione, sicché al momento della conversione non solo sarà richiesto che la riserva esista in base all'ultimo bilancio approvato ma anche che nelle more questa non sia stata erosa da perdite. Ne discende linearmente che sarà sufficiente un'attestazione degli amministratori in tal senso;⁽⁶⁵⁾ diversamente, ove l'iscrizione della riserva s.f.p. – e quindi la loro emissione – non sia stata precedentemente cristallizzata in un bilancio, d'esercizio o straordinario, sarà opportuno procedere alla redazione di una situazione patrimoniale *ad hoc*.⁽⁶⁶⁾ Meno lineare è invece concludere nel senso della necessità o meno di una relazione giurata di stima *ex art. 2343 cod. civ.* – o metodi di valutazione a questa alternativa – nel caso in cui la riserva sia stata storicamente costituita a fronte di un apporto in natura.⁽⁶⁷⁾

⁽⁶⁴⁾ Si veda, per tutti, GIANNELLI, commento Sub Art. 2420-*bis* cod. civ., in *Obbligazioni – bilancio*, a cura di Notari e Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società* a cura di Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, Milano, 2006, pp. 259 ss.

⁽⁶⁵⁾ Sulla non necessità della redazione di una situazione patrimoniale *ad hoc* in quanto non imposta da alcuna norma – né espressa né desumibile dal sistema – e quindi sulla sufficienza di una attestazione si vedano, per tutti, le classiche tesi di CERA, *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, 1988, pp. 176-178; COLOMBO, *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, pp. 851, 853 e 856; COSTA, *Le riserve*, p. 71, nt. 232; PORTALE, *Una sentenza penale in tema di "bilancio regolarmente approvato" ex art. 2357 cod.civ.*, nota ad App. Milano, sez. pen., 18 settembre 1986, in *Giur. comm.*, 1987, II, pp. 462 ss. (conformemente, da ultimo, COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Orientamenti societari*, Massima H.G.33).

⁽⁶⁶⁾ Si vedano, per tutti, CARATOZZOLO, *I bilanci straordinari* ², Milano, 2009, pp. 961 ss., e CERA, *Il passaggio*, pp. 180-181.

⁽⁶⁷⁾ Per una maggior linearità, si è dato fin ora conto del solo caso di emissione di s.f.p. a fronte di apporti in danaro o, tuttalpiù, di compensazione ma nulla vieta che l'apporto avvenga trasferendo in favore della società beni in natura, la qual cosa non necessiterebbe una relazione giurata di stima secondo la prassi notarile preferibile: si veda, per tutti, SODI, *Apporti in natura nelle società di capitali e relazione giurata di stima*, Studio n. 276-2015/I approvato dall'Area Scientifica – Studi d'Impresa del Consiglio nazionale del Notariato il 26 novembre 2015 e dal Consiglio nazionale del notariato il 12-13 gennaio 2016, disponibile sul sito *web* del Consiglio nazionale del Notariato, pp. 2 ss., ove (pp. 12 ss.) si propone, quale criterio guida per accertare la sussistenza dell'obbligo successivo – al momento dell'aumento di capitale cioè – di relazione giurata di stima, la verifica di un collegamento negoziale fra l'apporto e l'imputazione a capitale sicché ove questo non vi sia sarà sufficiente il valore ricevuto e cristallizzato in un bilancio nelle more approvato. In tal senso, seppur a riguardo della disciplina dei conferimenti in natura, MIOLA, *I conferimenti*, pp. 220ss. (spec. nt. 525); CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 164 (ove, nella motivazione alla massima, si legge che "*l'estensione voluta dal legislatore conferma che le vicende relative alla emissione di s.f.p. si collocano su un piano del tutto diverso rispetto a quello della formazione del capitale sociale, non trovando dunque applicazione le disposizioni e i principi relativi alla tutela del capitale sociale quali anche discendenti dalla regolamentazione europea*"); con specifico riguardo all'apporto da s.f.p. in sede di conversione e non di costituzione della riserva, si veda invece NOTARI, *commento*, p. 108, nt. 160 ("*quando*

Sul punto, merita ancora una menzione il già citato caso DEMA-IMI, finito all'attenzione del Tribunale di Napoli, il quale, sulla base della già citata clausola statutaria che, in piena coerenza con quanto qui sostenuto, imponeva che *“nel caso in cui la ‘riserva apporti strumenti finanziari’ sia stata erosa da perdite al momento dell’esercizio del diritto di conversione, tale diritto potrà essere esercitato soltanto per il minor importo risultante al netto delle perdite subite”* non ha potuto che accogliere la sospensione della deliberazione del consiglio di amministrazione che decideva su una conversione *pericolosa*, ossia non guarnita da una situazione patrimoniale *ad hoc*: a nulla è servita la formalistica tesi espressa nel parere *pro veritate* della professoressa Bruno per la quale il (presunto) principio di non automaticità nella erosione della riserva – fuori dai casi di riduzione per perdite obbligatoria – avrebbe permesso di non curarsi dell’erosione o meno della convertenda riserva s.f.p., avendo il Tribunale accolto l’opposta tesi, sostenuta nell’altro parere *pro veritate* del professor Fimmanò, per la quale, vuoi in forza dell’art. 2442 cod. civ., vuoi in forza dell’art. 2446 cod. civ., una situazione patrimoniale era di doverosa redazione per avere contezza della perdita infrannuale e, per l’effetto, del minor numero di azioni emettibili in conversione degli s.f.p.⁽⁶⁸⁾

In ogni caso, sia che l’aumento del capitale *al servizio* sia tecnicamente eseguito con l’emissione di nuove azioni sia con l’aumento del valore nominale (eventualmente implicito) – circostanza astrattamente pensabile nel caso in cui tutti i portatori di s.f.p. convertibili siano anche azionisti secondo le medesime proporzioni – sembrerebbe doverosa la deliberazione di aumento contestuale all’emissione per effetto dell’applicazione analogica dell’art. 2420-*bis*, secondo comma, cod. civ.⁽⁶⁹⁾

L’altro modo di conversione degli s.f.p. *di rischio* è invece quello di cui la massima si occupa – evidentemente dando per presupposto quello incrementale – e si caratterizza per l’assenza di alcun aumento del capitale, circostanza che se abbinata all’omessa indicazione del valore nominale delle azioni può condurre alla semplice emissione di azioni, da attribuirsi in conversione, con effetto *diluitivo* a carico della compagine sociale ossia riducendo la parità contabile delle azioni, risultando frazionato il medesimo capitale sociale in un numero maggiore di azioni.⁽⁷⁰⁾

l’apporto è diverso dal denaro, occorre porsi il problema della ‘copertura’ del capitale sociale, dovendosi con tutta probabilità ritenere necessaria la relazione di stima ai sensi dell’art. 2440 in ordine all’aumento del capitale sociale deliberato in assemblea”; in coerenza con quanto sostenuto nella parte di nota di cui alla citazione, l’a. esclude poi l’ammissibilità della conversione per quegli strumenti originariamente liberati von apporti d’opera o servizi); nello stesso senso CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima 164, lett. b) (*“l’apporto a fronte del quale vengono emessi gli strumenti finanziari partecipativi, ove diverso dal denaro, deve avere ad oggetto beni o diritti rientranti nell’area dei beni conferibili ... e deve essere oggetto di valutazione ai sensi degli articolo 2343 o 2343-ter c.c., al fine di verificare che il valore dell’apporto, al momento dell’emissione degli strumenti finanziari partecipativi, sia almeno pari all’ammontare dell’aumento di capitale ... a servizio della conversione”*).

⁽⁶⁸⁾ In tal senso SPOLIDORO, *Apologia*, p. 29, nt. 57; LAMANDINI, *Strumenti*, p. 980; PALMIERI, *La partecipazione*, p. 989 ss.

⁽⁶⁹⁾ In tal senso CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 164, lett. c), nonché il regolamento s.f.p. della EEMS Italia S.p.A., riportato per estratto in appendice al presente commento (§ 6.1).

⁽⁷⁰⁾ Nello stesso senso CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 164, lett. e), e 166, lett. b). Si badi come, alla luce di quanto sopra esposto in punto di necessità della esistenza della riserva ai fini della sua imputazione, la soluzione proposta dalla massima di prevedere il diritto di conversione degli s.f.p. solo condizionato all’erosione integrale della relativa riserva potrà trovare applicazione esclusivamente secondo questa modalità di conversione – cioè *diluitiva* della parità contabile senza aumento del capitale – e non

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

Per concludere con la porzione di disciplina delle obbligazioni convertibili applicabile sia all'una che all'altra tecnica di conversione, può notarsi come ragioni di equità impongono che trovi applicazione la tutela del comma quinto dell'art. 2420-*bis* cod. civ., recante il meccanismo che assicura la tendenziale rigidità del rapporto di conversione, ovverosia il corrispondente ed automatico adeguamento di quest'ultimo al maggior o minor ammontare del capitale in esito, rispettivamente, ad aumenti o riduzioni nominali in conseguenza, sempre rispettivamente, di imputazioni di riserve o di riduzioni obbligatorie per perdite verificatesi dopo l'emissione;⁽⁷¹⁾ non anche, invece, con riguardo al diverso caso dell'erosione della riserva s.f.p., che in nessun modo avrebbe conseguenze sul piano del rapporto di conversione ma si limiterebbe ad averne solo su quello del numero di strumenti partecipanti alla conversione e del valore complessivo imputato a capitale, sia nel caso per effetto dell'erosione vi sia una riduzione del valore nominale degli stessi sia un loro annullamento e quindi riduzione del loro numero.⁽⁷²⁾ Da ultimo, sembra parimenti doverosa l'offerta in opzione ad azionisti, obbligazionisti convertibili e portatori di (precedentemente emessi) s.f.p. convertibili⁽⁷³⁾ in caso di emissione di s.f.p. convertibili, applicando analogicamente l'art. 2441, comma primo, cod. civ., circostanza che peraltro avvalorerebbe il meccanismo di automatico adeguamento del rapporto di conversione tale da scongiurare possibili pregiudizi patrimoniali derivanti dall'esercizio dell'opzione da parte degli *strumentisti* in base ad un rapporto di conversione che non sia stato adeguato, ad esempio, in esito ad un aumento *gratuito* del capitale, cosa che permetterebbe di sottoscrivere meno azioni di quante ne spetterebbero secondo gli originari *rapporti di forza* fra riserva s.f.p. e capitale sociale.⁽⁷⁴⁾

invece a titolo di mera possibilità come la massima consentirebbe (“*Lo statuto potrebbe altresì contemplare...*”).

⁽⁷¹⁾ Esemplificando e dando qui per conosciuta la *ratio* della tutela in parola, dato un capitale sociale di nominali 100 ed una riserva s.f.p. sempre di nominali 100, rappresentativi – capitale e riserva – di rispettive 100 azioni e 100 s.f.p. da nominali 1 ciascuna/o e dato un rapporto di conversione di 2 s.f.p. ogni 1 azione, avremo che ove il capitale fosse raddoppiato in esito all'imputazione di una riserva il rapporto risulterebbe adeguato di conseguenza a 1:1.

⁽⁷²⁾ Seguitando nell'esempio della precedente nota, se per effetto di perdite la riserva s.f.p. fosse dimezzata, sia che si riducesse il numero degli strumenti, annullandone 50, a 50 da nominali 1 l'uno, sia che si riducesse il loro valore nominale a 0,5 l'uno, modificare il rapporto di conversione non avrebbe comunque alcun senso giacché matematicamente non vi sarebbe alcuna differenza nel convertire 25 volte 2 s.f.p. da nominali 1 l'uno o 50 volte 2 s.f.p. da nominali 0,5. Affronta, seppur incidentalmente, il tema del rapporto di conversione a proposito degli s.f.p. convertibili PALMIERI, *La partecipazione*, pp. 983 ss.

⁽⁷³⁾ Dubitativamente con riguardo a questi ultimi CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 166, motivazione: “*se da un lato, l'art. 2441, comma 1, c.c. può essere considerato applicabile anche in tal caso mediante il rinvio contenuto nell'art. 2411, comma 3, c.c. ovvero in via analogica, dall'altro milita in senso contrario l'orientamento assunto dalla Corte di Giustizia UE [in causa C-338-06, Commissione delle Comunità europee c. Regno di Spagna, in esito alla quale la Spagna è risultata essere “venuta meno” agli obblighi su di essa incombenti derivanti dalla c.d. seconda direttiva societaria per l'aver previsto, all'art. 158, comma primo, della Ley de Sociedades Anónimas, il diritto d'opzione a favore anche degli obbligazionisti convertibili].*”

⁽⁷⁴⁾ In tal senso CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 166, lett. a), facendo del resto salva la ricorrenza di uno dei casi di limitazione, esclusione o non spettanza del diritto d'opzione *ex art.* 2441, commi 4, 5, 6 e 8, cod. civ., o, in ogni caso, rinuncia degli aventi diritto.

6. Appendice (estratti di regolamenti s.f.p significativi)

6.1. EEMS Italia S.p.A. - *Regolamento degli strumenti finanziari partecipativi denominati “strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni ordinarie”* ⁽⁷⁵⁾

“Gli SFP sono emessi e sottoscritti a fronte di compensazione di crediti vantati nei confronti della Società dai soggetti sottoscrittori in via proporzionale alla rispettiva sottoscrizione e per complessivi massimi euro 29.029.565,99.

L’apporto viene effettuato a fondo perduto, senza diritto di rimborso, e viene contabilizzato in un’apposita riserva indisponibile del patrimonio netto denominata “Riserva Apporto Strumenti Finanziari Partecipativi EEMS convertibili in azioni ordinarie”, fermo restando quanto indicato nei successivi Articoli 2.3 e 4.1.2 del presente Regolamento in tema di utilizzo della suddetta riserva in caso di assorbimento delle perdite della Società. La titolarità degli SFP, fatti salvi i diritti patrimoniali disciplinati dal presente Regolamento, non attribuisce alcun diritto alla restituzione di quanto oggetto di apporto, né di quanto confluito nella “Riserva Apporto Strumenti Finanziari Partecipativi EEMS convertibili in azioni ordinarie”, nemmeno nel contesto della liquidazione della Società.

La “Riserva Apporto Strumenti Finanziari Partecipativi EEMS convertibili in azioni ordinarie” non può essere accorpata ad altre voci del patrimonio netto né può essere utilizzata al fine coprire perdite derivanti dal bilancio della Società se non qualora ricorrano i presupposti per la riduzione obbligatoria del capitale sociale e solo dopo l’integrale utilizzo di tutte le altre riserve utilizzabili a tal fine: Peraltro, l’eventuale riduzione della predetta riserva per perdite non comporterà l’estinzione degli SFP, che resta regolata unicamente dagli Articoli 6 e 8 del presente Regolamento.

⁽⁷⁵⁾Art. 5 dello statuto sociale: *“Il capitale sociale è fissato in nominali Euro 499.022 suddiviso in numero 435.118.317 azioni ordinarie prive dell’indicazione del valore nominale. L’assemblea straordinaria degli azionisti della Società del 29 gennaio 2014 ha deliberato l’emissione, ai sensi e per gli effetti di cui all’articolo 2346, comma 6, del codice civile e con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’articolo 2441, commi 5 e 6, del codice civile, di massimi n. 99.205.680 strumenti finanziari partecipativi denominati ‘Strumenti Finanziari Partecipativi EEMS convertibili in azioni ordinarie’, disciplinati dal Regolamento allegato al presente Statuto sub (A) per formarne parte integrante e sostanziale, destinati alla esclusiva sottoscrizione da parte di Unicredit S.p.A., Banca Nazionale del Lavoro S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., Unione di Banche Italiane S.C.p.A. e Royal Bank of Scotland PLC.*

L’assemblea straordinaria della società del 29 gennaio 2014 ha deliberato l’emissione, ai sensi e per gli effetti di cui all’articolo 2346, comma 6, del codice civile di massimi n. 99.205.680 strumenti finanziari partecipativi denominati ‘Strumenti Finanziari Partecipativi EEMS convertibili in azioni ordinarie’, disciplinati dal Regolamento allegato al presente Statuto sub (A) per formarne parte integrante e sostanziale, destinati alla esclusiva sottoscrizione da parte di Unicredit S.p.A., Banca Nazionale del Lavoro S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., Unione di Banche Italiane S.C.p.A. e Royal Bank of Scotland N.V. La medesima assemblea straordinaria degli azionisti della Società del 29 gennaio 2014 ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’Articolo 2441, commi 5 e 6, del codice civile, di massimi nominali Euro 29.029.566,99, scindibile, ai sensi dell’Articolo 2439, comma 2, del codice civile, da eseguirsi entro e non oltre il 31 luglio 2021, mediante l’emissione, anche in più tranches, di massime n. 99.205.680 azioni ordinarie EEMS Italia S.p.A., godimento regolare, destinate esclusivamente e irrevocabilmente alla conversione dei massimi 99.205.680 strumenti finanziari partecipativi denominati ‘Strumenti Finanziari Partecipativi EEMS convertibili in azioni ordinarie’ ...”.

**ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI
IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO**

[...]

Fino alla data di estinzione degli SFP per effetto degli Articoli 6 e 8, ciascun SFP attribuisce ai Titolari pro tempore che siano regolarmente iscritti nel Registro:

- il diritto di partecipare su base paritaria (pari passu) rispetto ai titolari di azioni ordinarie della Società a:

(a) la distribuzione degli utili di cui l'assemblea dei soci della Società abbia accertato l'esistenza e deliberato la distribuzione;

(b) la distribuzione delle riserve da utili o comunque di natura distribuibile di cui l'assemblea dei soci della Società abbia deliberato la distribuzione;

(c) il riparto del residuo attivo di liquidazione della Società, quale risultante al netto del pagamento di tutti i creditori della Società nonché al pagamento delle spese relative alla procedura di liquidazione e al compenso dei liquidatori; e

- in riferimento alle perdite della Società, la "Riserva Apporto Strumenti Finanziari Partecipativi EEMS convertibili in azioni ordinarie" dovrà essere utilizzata per ultima; prima della riserva legale, nell'assorbimento delle perdite stesse.

Nel caso di riduzione volontaria del capitale sociale della Società che sia attuata senza annullamento di azioni e mediante il rimborso del capitale ai soci, gli SFP attribuiscono, inoltre, ai Titolari pro tempore che siano regolarmente iscritti nel Registro il diritto di ricevere, ciascuno in proporzione al numero di SFP detenuti, un importo in denaro pari all'importo che avrebbe dovuto essere distribuito ai Titolari, ai sensi dell'Articolo 4.1.

Ai Titolari spetta il diritto di opzione in caso di emissione, da parte della Società, di ulteriori SFP, nonché se del caso, in conformità e nel rispetto di quanto deliberato dalla delibera assembleare di emissione, il diritto di sottoscrizione pari passu su azioni, obbligazioni convertibili e/o altri strumenti finanziari.

Gli SFP possono essere convertiti in azioni ordinarie della Società su semplice richiesta dei Titolari, mediante imputazione a capitale di corrispondente porzione della "Riserva Apporto Strumenti Finanziari Partecipativi EEMS convertibili in azioni ordinarie" (e dunque nei limiti in cui la stessa sia ancora esistente), fermo restando che, in ogni caso, il rapporto di conversione sarà pari ad una azione ordinaria della Società per ogni SFP posseduto.

Nel caso in cui la Società dovesse deliberare operazioni tali da incidere, direttamente o indirettamente, sul rapporto di conversione indicato al precedente Articolo 6.1 (quali, a titolo esemplificativo e non esaustivo, frazionamenti o raggruppamenti di azioni, assegnazione gratuita di azioni ai soci, assegnazione di azioni ad amministratori o dipendenti della Società, aumenti di capitale a pagamento per i quali non sia previsto il diritto di opzione in favore dei Titolari, emissione di prestiti obbligazionari convertibili in azioni, warrant su azioni o altri strumenti finanziari simili), la relativa delibera, ferma restando l'approvazione dell'assemblea speciale dei Titolari secondo quanto previsto dal precedente Articolo 5.3, dovrà altresì contenere i meccanismi di aggiustamento del rapporto di conversione previsto dal precedente Articolo 6.1 necessari

per neutralizzare le alterazioni, direttamente o indirettamente, prodotte sul rapporto di conversione medesimo.

[...]

Il diritto di convertire gli SFP potrà essere esercitato dai Titolari, previo ottenimento delle necessarie autorizzazioni di legge (ivi incluse le necessarie autorizzazioni e/o nulla osta antitrust), a decorrere dal secondo anniversario dell'entrata in vigore delle modifiche statutarie approvate dall'assemblea straordinaria del 29 gennaio 2014 e fino al 31 luglio 2021 (il "Periodo di Conversione").

In parziale deroga all'Articolo 6.3, il Periodo di Conversione sarà automaticamente anticipato al verificarsi di uno qualsiasi dei seguenti eventi:

- l'assunzione da parte dell'assemblea speciale dei Titolari di una delibera nella quale si sia preso atto dell'esistenza di un Evento Risolutivo ai sensi dell'accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato in data 27 novembre 2013 tra la Società, UniCredit S.p.A. ed i principali istituti finanziatori della Società (l' "Accordo di Ristrutturazione");

- fatta eccezione per l'effettuazione di Operazioni Consentite (come definite nell'Accordo di Ristrutturazione), l'assunzione da parte del consiglio di amministrazione e/o dell'assemblea della Società di una delibera che approvi una fusione e/o scissione e/o trasformazione e/o scorporo della Società, ovvero il conferimento e/o trasferimento di un ramo d'azienda della Società;

- l'assunzione da parte dell'assemblea della Società di una delibera che, ai sensi dell'articolo 2447 del codice civile approvi la riduzione del capitale sociale della Società senza provvedere al relativo aumento del capitale sociale della Società al di sopra del minimo di legge, ovvero la trasformazione della Società;

- l'ammissione della Società al fallimento, ovvero ad altre procedure concorsuali (ivi inclusi gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis della Legge Fallimentare diversi dall'Accordo di Ristrutturazione);

- la cessione da parte dei Sig.ri Paolo Andrea Mutti e Marco Stefano Mutti di un numero di azioni ordinarie della Società da essi possedute tale da portare la partecipazione da ciascuno di essi direttamente o indirettamente posseduta al di sotto della soglia di comunicazione del 5% del capitale sociale; o

- la comunicazione da parte di un terzo (ivi inclusi i soci della Società o parti che agiscano di concerto con i soci della Società) dell'intenzione ovvero del sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto le azioni della Società.

A servizio della conversione degli SFP, l'Assemblea Straordinaria della Società in data 29 gennaio 2014 ha deliberato un aumento di capitale per massime n. 99.205.680 azioni ordinarie, che sono irrevocabilmente ed esclusivamente destinate alla conversione degli SFP nei termini di cui al presente Regolamento.

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

Ai fini dell'esercizio del diritto di conversione di cui al presente Articolo 6, i Titolari dovranno darne comunicazione scritta alla Società in un qualsiasi giorno lavorativo durante il Periodo di Conversione.

Le azioni ordinarie emesse in sede di conversione degli SFP saranno messe a disposizione, per il tramite di Monte Titoli S.p.A., il terzo giorno di Borsa aperta del mese di calendario successivo a quello di presentazione della comunicazione di conversione di cui al precedente Articolo 6.6. Le azioni ordinarie attribuite in conversione ai Titolari saranno inserite nel sistema di gestione accentrata di Monte Titoli e avranno godimento pari a quello delle azioni ordinarie in circolazione”.

6.2. Stefanel S.p.A. - Regolamento degli strumenti finanziari partecipativi di Stefanel (76)

“La Società ha deliberato l'emissione, in un'unica soluzione, di SFP Stefanel del valore nominale di Euro 1,00 (uno/00) ciascuno, da sottoscrivere alla pari, per un importo complessivo massimo di Euro 15.000.000,00 (quindicimilioni/00). Gli SFP saranno offerti in sottoscrizione a River Tre S.p.A., con sede in Milano, via San Barnaba 32, codice fiscale e partita IVA 09923060967 (“River Tre”) e alle Banche Debito Consolidato (come infra definite), ciascuna nelle proporzioni indicate nell'Allegato 2.2 (SFP Stefanel-Banche), o nella diversa proporzione che le Banche Debito Consolidato saranno libere di convenire. Gli SFP eventualmente non sottoscritti dalle Banche Debito Consolidato saranno offerti in sottoscrizione a River Tre.

Tutti gli SFP dovranno essere sottoscritti e contestualmente liberati mediante apporto in denaro di una somma pari al valore nominale degli SFP Stefanel sottoscritti (l'“Apporto”), con la precisazione che il debito da Apporto potrà essere estinto dai sottoscrittori degli SFP anche tramite compensazione volontaria, per pari importo, con crediti vantati da ciascun rispettivo sottoscrittore nei confronti della Società.

In considerazione del fatto che gli SFP Stefanel sono titoli aventi natura partecipativa, l'Apporto, effettuato a fondo perduto, viene contabilizzato in un'apposita riserva indisponibile di patrimonio netto denominata “Riserva Apporti Strumenti Finanziari Partecipativi” (la “Riserva SFP”) costituita secondo i principi contabili applicabili. La titolarità degli SFP Stefanel, fatti salvi i diritti patrimoniali disciplinati dal presente

⁽⁷⁶⁾ Titolo II-bis dello statuto sociale: “Strumenti finanziari partecipativi. Art. 5-ter) La società, a seguito dell'apporto da parte di soci o di terzi, con deliberazione dell'Assemblea straordinaria, può emettere strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, del Codice Civile, in conformità alle disposizioni di legge, nonché di quanto previsto nel presente statuto e nella correlata delibera di emissione. Art. 5-quater) L'Assemblea straordinaria del 21 settembre 2017 ha deliberato – ai sensi e per gli effetti dell'art. 2346, comma 6, del Codice Civile, l'emissione – in via inscindibile – di n. 15.000.000 (quindicimilioni) strumenti finanziari partecipativi del valore nominale di Euro 1,00 (uno virgola zero zero) ciascuno, per un complessivo di Euro 15.000.000,00 (quindicimilioni virgola zero zero), riservati in sottoscrizione a River Tre S.p.A. e alle Banche Debito Consolidato, da liberarsi anche attraverso la compensazione di crediti vantati dagli stessi verso la società, relativamente alla quale è pendente il termine per la sottoscrizione fino al 31 dicembre 2017 (gli ‘SFP Stefanel’). In particolare, detti strumenti finanziari partecipativi sono disciplinati dal relativo regolamento allegato al presente statuto sub Allegato 1 (Regolamento SFP) il quale forma parte sostanziale ed integrante del presente statuto (il ‘Regolamento SFP Stefanel’). Per “Banche Debito Consolidato” si intendono Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., Unicredit S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Cassa di Risparmio del Veneto S.p.A., Veneto Banca S.p.A. in l.c.a., Banco BPM S.p.A., Banca Popolare di Vicenza S.p.A. in l.c.a. e Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.”.

Regolamento, non attribuisce alcun diritto di restituzione e/o rimborso dell'Apporto né di quanto confluente nella Riserva SFP, se non in caso di scioglimento della Società. In tale ultima ipotesi, gli SFP Stefanel avranno diritto di concorrere alla ripartizione dell'attivo secondo quanto disposto dal Paragrafo 4.3 che segue.

La Riserva SFP non può essere accorpata ad altre voci del patrimonio netto, né può essere distribuita o utilizzata (salvo quanto previsto nel Regolamento) se non con il consenso scritto di tutti i Titolari. La Riserva SFP può essere utilizzata al fine di adottare una delibera volta a coprire perdite della Società, solo a condizione che siano rispettate tutte le seguenti condizioni:

(a) tutte le altre riserve volontarie della Società siano state preventivamente e integralmente utilizzate a copertura perdite;

(b) le perdite siano rilevanti ai sensi dell'art. 2446, comma 2, cod. civ., ovvero dell'art. 2447 cod. civ.

La copertura delle perdite verrà effettuata: (i) in primo luogo, mediante utilizzo delle riserve volontarie diverse dalla Riserva SFP; (ii) in secondo luogo, mediante utilizzo della Riserva SFP; e (iii) in terzo luogo, mediante utilizzo delle riserve legali e riduzione del capitale.

In ogni caso, l'eventuale riduzione e/o azzeramento della Riserva SFP per perdite non pregiudicherà in alcun modo i diritti dei Titolari né comporterà in alcun caso l'estinzione degli SFP Stefanel, che resta regolata unicamente dal successivo Articolo 7 del Regolamento.

[...]

Gli SFP Stefanel attribuiscono ai Titolari – a prescindere dall'ammontare degli SFP Stefanel nonché dall'ammontare della Riserva SFP tempo per tempo esistente (e quindi anche in caso di utilizzo totale o parziale della Riserva SFP per coprire perdite della Società) e nei limiti di quanto previsto nel Titolo VII dello Statuto con riferimento alle azioni di risparmio – i seguenti diritti patrimoniali (i “Diritti Patrimoniali SFP”):

(a) a far tempo dal momento in cui si sia verificata la Condizione di Maturazione degli SFP (come infra definita), il diritto di percepire, con priorità rispetto alle azioni rappresentative del capitale sociale della Società di qualsiasi categoria, il 100% (cento per cento) delle Distribuzioni, sino a che i Titolari abbiano percepito un importo complessivo pari alla Soglia SFP;

(b) a far tempo dal momento in cui sia stata raggiunta la Soglia SFP, il diritto di percepire, pari passu con le azioni rappresentative del capitale sociale della Società di qualsiasi categoria, il 15% (quindici per cento) delle Distribuzioni.

Gli SFP Stefanel attribuiscono a ciascun Titolare, che sia regolarmente iscritto nel Registro, il diritto di ricevere un ammontare di Pagamenti ai sensi del precedente Paragrafo 4.1, in proporzione al numero di SFP posseduti rispetto al numero totale di SFP, il tutto entro i limiti di quanto previsto dal Titolo VII dello Statuto con riferimento alle azioni di risparmio.

In sede di scioglimento della Società, ciascun SFP Stefanel attribuisce al Titolare il diritto alla ripartizione del residuo attivo di liquidazione (inclusa la Riserva SFP, se esistente), dopo il pagamento di tutti i creditori sociali, secondo la priorità e nei limiti di quanto previsto dallo Statuto, anche con riferimento alle azioni di risparmio di cui al Titolo VII dello Statuto, e dai Paragrafi 4.1 e 4.2 che precedono.

Ai Titolari non spetta il diritto di opzione in caso di emissione, da parte della Società, di nuove azioni e/o obbligazioni convertibili.

Resta inteso che i Diritti Patrimoniali SFP verranno meno in caso di ammissione della Società a una Procedura Concorsuale, senza pregiudizio per quanto già acquisito da ciascun Titolare in conformità al Regolamento.

[...]

Ciascun Titolare, con la sottoscrizione o l'acquisto degli SFP Stefanel, riconosce ed accetta che gli SFP Stefanel costituiscono un investimento di rischio, considerato che essi sono emessi senza obbligo di rimborso e conferiscono esclusivamente i diritti patrimoniali e amministrativi specificamente ed espressamente previsti dal Regolamento e dallo Statuto”.

6.3. Airport Handling S.p.A. (ex SEA Handling S.p.A.) - Regolamento degli strumenti finanziari partecipativi ⁽⁷⁷⁾

“L'emissione degli SFP è stata deliberata in un'unica soluzione il 27 agosto 2014, con termine finale di sottoscrizione al 15 settembre 2014, a fronte dell'apporto di euro 1.000,00 per ogni SFP sottoscritto e quindi di un complessivo apporto massimo di Euro 20 milioni (l' "Apporto").

Convenzionalmente, ai fini della disciplina dei diritti spettanti agli SFP, viene stabilito l'importo di Euro 1.000,00 pari al valore nominale degli SFP quale valore iniziale unitario degli SFP, valore che può variare nel tempo secondo quanto previsto nel presente Regolamento (tale valore iniziale unitario, come eventualmente successivamente modificato, moltiplicato per il numero degli SFP emessi è definito il "Valore Convenzionale").

Anche ai fini della disciplina dei diritti spettanti agli SFP, si precisa che a fronte dell'Apporto, verranno emessi massimi numero 20 mila SFP per un importo nominale complessivo massimo di emissione di SFP pari ad Euro 20 milioni.

⁽⁷⁷⁾ S.f.p. emessi con deliberazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti in data 27 agosto 2014 e sottoscritti interamente dall'unico azionista Società per azioni Esercizi Aeroportuali – S.E.A. S.p.A. nell'ambito dell'operazione di trasferimento dell'intera partecipazione detenuta da S.E.A. in Airport Handling in favore un *trust*, nell'ottica della futura dismissione imposta dalla Commissione europea in esito alla decisione n. C(2012)9448 assunta in data 19 dicembre 2012 con la quale veniva accertato che i plurimi aumenti del capitale di *ristrutturazione* deliberati da Airport Handling S.p.A. (già SEA Handling S.p.A.), erogatrice di servizi di *ground handling* presso gli aeroporti di Milano Malpensa e Milano Linate, e sottoscritti da S.E.A., concessionario pubblico per la gestione dei medesimi aeroporti, rappresentavano aiuti di stato incompatibili con il funzionamento del mercato interno ai sensi della sezione 2, capo I, titolo VII del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea.

L'Apporto viene effettuato a patrimonio netto, senza diritto di rimborso e viene contabilizzato in un'apposita riserva denominata "Riserva Apporto Strumento Finanziario Partecipativo". La titolarità degli SFP, fatti salvi i diritti patrimoniali disciplinati nel presente Regolamento al successivo articolo 3 (Diritti patrimoniali), non attribuisce alcun diritto alla restituzione di quanto oggetto dell'Apporto, né di quanto confluito nella "Riserva Apporto Strumento Finanziario Partecipativo", neanche in sede di liquidazione della Società.

Gli SFP non attribuiscono al Titolare alcun diritto amministrativo fatto salvo quanto stabilito al successivo articolo 4 (Diritti amministrativi), ma esclusivamente i diritti patrimoniali di cui al successivo articolo 3 (Diritti patrimoniali).

Ai fini dell'attribuzione dei diritti patrimoniali al Titolare si definisce "Percentuale" il rapporto tra:

Valore Convenzionale degli SFP; e la sommatoria del capitale sociale, della riserva sovrapprezzo e del Valore Convenzionale degli SFP.

Gli SFP attribuiscono al Titolare pro tempore, che sia regolarmente iscritto nel Registro, il diritto di partecipare pari passu rispetto ai titolari di azioni ordinarie della Società a:

(a) la distribuzione degli utili di cui l'assemblea dei soci della Società abbia accertato l'esistenza e deliberato la distribuzione, per un importo corrispondente alla Percentuale calcolata sulla base degli importi esistenti al momento della relativa delibera assembleare;

(b) la distribuzione delle riserve da utili o comunque di natura disponibile di cui l'assemblea dei soci della Società abbia deliberato la distribuzione, per un importo corrispondente alla Percentuale calcolata sulla base degli importi esistenti al momento della relativa delibera assembleare;

(c) il riparto del residuo attivo di liquidazione della Società, quale risultante al netto del pagamento di tutti i creditori della Società nonché al pagamento delle spese relative alla procedura di liquidazione e al compenso dei liquidatori, sempre nella stessa Percentuale calcolata sulla base degli importi esistenti al momento della relativa distribuzione;

(d) la riduzione volontaria del capitale sociale mediante rimborso dello stesso ai soci ovvero mediante liberazione dei soci dall'obbligo dei versamenti ancora dovuti, sempre per un importo corrispondente alla Percentuale calcolata sulla base degli importi esistenti al momento della relativa delibera assembleare.

Con riferimento alle eventuali perdite della Società, la "Riserva Apporto Strumento Finanziario Partecipativo" può essere utilizzata dall'assemblea per la copertura delle perdite della Società unitamente alle altre riserve disponibili, fermo restando che la stessa dovrà essere utilizzata prima dell'utilizzo della riserva legale e del capitale sociale; ove la "Riserva Apporto Strumento Finanziario Partecipativo" venga utilizzata nell'assorbimento delle perdite stesse, si precisa che ciò non riduce il Valore Convenzionale degli SFP e non pregiudica in alcun modo i diritti dei Titolari né comporta in alcun caso l'estinzione degli SFP.

In caso di riduzione della eventuale riserva sovrapprezzo ai fini di copertura perdite, così come in caso di riduzione del capitale sociale ai fini di copertura perdite, il Valore Convenzionale degli SFP viene automaticamente ridotto dell'importo necessario per mantenere inalterata la Percentuale esistente al momento della relativa delibera assembleare. In caso di azzeramento del capitale sociale in conseguenza di perdite, pari passu con l'annullamento delle azioni esistenti al momento della delibera assembleare si procederà con l'annullamento degli SFP. Sulla delibera volta a ricostituire il capitale sociale non sarà garantito alcun diritto di opzione ai titolari di SFP.

A corrispondente automatica riduzione del Valore Convenzionale degli SFP si procederà pure in caso di riduzione volontaria del capitale sociale, distribuzione della riserva sovrapprezzo o riclassifica della riserva sovrapprezzo ad altra riserva, in modo che, dopo tali operazioni, rimanga inalterata la Percentuale esistente al momento della relativa delibera assembleare, fermi restando in ogni caso i diritti patrimoniali spettanti al Titolare ai sensi del precedente art. 3.1. in relazione a detta riduzione volontaria del capitale sociale o distribuzione della riserva sovrapprezzo.3.6 In caso di aumento di capitale gratuito attuato mediante imputazione a capitale di riserve diverse dalla riserva sovrapprezzo, il Valore Convenzionale degli SFP, senza beninteso alcun nuovo apporto, viene automaticamente incrementato dell'importo necessario per mantenere inalterata la Percentuale esistente al momento della relativa delibera assembleare”.

6.4. Guala Closures S.p.A. - Regolamento degli strumenti finanziari partecipativi ⁽⁷⁸⁾

“L’assemblea straordinaria della Società tenutasi in data 22 dicembre 2014 ha deliberato, ai sensi dell’art. 2346, ultimo comma, del codice civile, l’emissione di n. 50.700.000 (cinquantamiloni settecentomila) strumenti finanziari partecipativi del valore nominale di euro 1,00 (uno/00) ciascuno a fronte di un apporto in denaro per un importo complessivo di euro 50.700.000,00 (cinquantamiloni settecentomila/00) (gli “SFP”), riservati in sottoscrizione a GCL Holdings.

Gli SFP sono emessi e sottoscritti a fronte di un apporto in denaro a favore della Società, da eseguirsi anche mediante utilizzo e compensazione di crediti certi, liquidi ed esigibili e di natura finanziaria vantati da GCL Holdings nei confronti della Società, come meglio descritto e specificato nella delibera di emissione assunta dall’assemblea straordinaria della Società in data 22 dicembre 2014, restando inteso che qualora il credito in questione consista in un importo avente un valore decimale, il numero di SFP da attribuire al relativo Titolare di SFP sarà arrotondato per difetto al numero intero inferiore.

L’apporto di cui all’Articolo 2.2 viene effettuato a fondo perduto, senza diritto di rimborso e viene contabilizzato in apposita riserva di patrimonio netto denominata “Riserva Apporto Strumenti Finanziari Partecipativi” (la “Riserva SFP”). La Riserva SFP è una riserva non accorpabile, distribuibile o utilizzabile (salvo quanto specificato agli Articoli 2.4, 9.2 e 10) se non con il consenso dei Titolari di SFP.

⁽⁷⁸⁾ Com’è chiaro dal primo § dell’estratto, la sottoscrizione degli s.f.p. è stata offerta in via riservata all’unico azionista, GCL Holdings SCA, una *société en commandite par action* di diritto lussemburghese, che, prodromicamente alla fusione per incorporazione della società in Space4 S.p.A., SPAC quotata, si è poi vista riscattare gli s.f.p. con deliberazione del consiglio di amministrazione della società in data 30 luglio 2018.

La Riserva SFP può essere utilizzata a copertura di perdite della Società solo dopo che tutte le altre riserve disponibili della Società siano state utilizzate a tal fine.

I diritti spettanti a ciascun SFP a norma del presente Regolamento saranno esercitabili dal rispettivo Titolare di SFP, senza alcuna esclusione, limitazione o restrizione, anche nel caso in cui la Riserva SFP, per qualunque causa, ivi inclusa per effetto di perdite, si esaurisca integralmente, ivi incluso in caso di azzeramento totale del capitale sociale della Società per perdite.

[...]

Fino al termine indicato nell'Articolo 12 e fermi gli ulteriori diritti di cui all'Articolo 10 del presente Regolamento, gli SFP attribuiscono ai Titolari di SFP pro tempore, che siano regolarmente iscritti nel Registro, esclusivamente i seguenti diritti patrimoniali:

- il diritto a ricevere i dividendi di cui l'assemblea dei soci della Società abbia deliberato la distribuzione;

- il diritto a ricevere le riserve di cui l'assemblea dei soci della Società abbia deliberato la distribuzione; e

- il diritto a ricevere il riparto del residuo attivo di liquidazione, dopo lo scioglimento e la messa in liquidazione della Società, quale risultante al netto del pagamento di tutti gli importi dovuti nei confronti dei creditori della Società secondo l'ordine di priorità stabilito per legge;

il tutto nella misura e alle condizioni e con i limiti di cui al presente Articolo 9.

Gli importi spettanti ai Titolari di SFP ai sensi degli Articoli 9.1.1 e/o 9.1.2 (a seconda del caso) saranno calcolati in conformità al seguente ordine di priorità e applicando le percentuali di seguito indicate ai relativi importi dei dividendi e/o delle riserve (a seconda del caso) oggetto di distribuzione, quali deliberati di volta in volta dagli organi competenti della Società a partire dalla data di efficacia del presente Regolamento fino alla scadenza del termine indicato nel successivo Articolo 12 (di seguito i "Proventi"):

(a) fino al momento e per la parte in cui i Proventi raggiungano un importo compreso tra

(1) euro 0,00 (zero/00) (estremo escluso) e (2) un importo complessivo pari alla Remunerazione Massima degli SFP come calcolato alla Data di Calcolo dei Proventi (estremo incluso) (la "Prima Soglia di Proventi"):

(i) una somma pari al 100% dei Proventi, a favore dei Titolari di SFP complessivamente considerati, pari passu e pro quota sulla base del numero di SFP detenuti dal relativo Titolare rispetto al numero totale di SFP in circolazione alla Data di Calcolo dei Proventi, restando, in ogni caso, espressamente inteso che l'importo dei Proventi complessivamente pagato a valere sugli SFP ai sensi del presente Articolo 9.2(a)(i) non potrà in alcun caso eccedere un importo massimo complessivo pari alla Remunerazione Massima degli SFP calcolata con riferimento alla Data di Calcolo dei Proventi;

**ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI
IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO**

(ii) una somma pari allo 0% dei Proventi, a favore dei soci titolari delle Azioni, complessivamente considerati;

(b) a decorrere dal momento, e per la parte in cui, i Proventi eccedano la Prima Soglia di Proventi:

(i) una somma pari al 100% dei Proventi che eccedono la Prima Soglia di Proventi, a favore dei soci titolari delle Azioni, complessivamente considerati;

(ii) una somma pari allo 0% dei Proventi che eccedono la Prima Soglia di Proventi, a favore dei Titolari di SFP complessivamente considerati.

Gli importi spettanti ai Titolari di SFP ai sensi dell'Articolo 9.1.3 saranno calcolati in conformità al seguente ordine di priorità e applicando le percentuali di seguito indicate al relativo importo dell'attivo residuo di liquidazione, dopo lo scioglimento e la messa in liquidazione della Società, quale risultante al netto del pagamento degli importi dovuti nei confronti dei creditori della Società secondo l'ordine di priorità stabilito per legge (il "Residuo di Liquidazione"):

(c) fino al momento e per la parte in cui il Residuo di Liquidazione raggiunga un importo compreso tra Euro 0,00 (zero/00) (estremo escluso) e un importo complessivo pari al Valore di Rimborso degli SFP come calcolato alla Data di Calcolo del Residuo di Liquidazione (estremo incluso) (la "Prima Soglia di Residuo di Liquidazione"):

(iii) una somma pari al 100% del Residuo di Liquidazione, a favore dei Titolari di SFP complessivamente considerati, pari passu e pro quota sulla base del numero di SFP detenuti dal relativo Titolare rispetto al numero totale di SFP in circolazione alla Data di Calcolo del Residuo di Liquidazione, restando, in ogni caso, espressamente inteso che l'importo del Residuo di Liquidazione complessivamente pagato a valere sugli SFP ai sensi del presente Articolo 9.3(c)(iii) non potrà in alcun caso eccedere un importo massimo complessivo pari al Valore di Rimborso degli SFP calcolato con riferimento alla Data di Calcolo del Residuo di Liquidazione;

(iv) una somma pari allo 0% del Residuo di Liquidazione, a favore dei soci titolari delle Azioni, complessivamente considerati;

(d) a decorrere dal momento, e per la parte in cui, il Residuo di Liquidazione ecceda la Prima Soglia di Residuo di Liquidazione:

(v) una somma pari al 100% del Residuo di Liquidazione che eccede la Prima Soglia di Residuo di Liquidazione, a favore dei soci titolari delle Azioni, complessivamente considerati;

(vi) una somma pari allo 0% del Residuo di Liquidazione che eccede la Prima Soglia di Residuo di Liquidazione, a favore dei Titolari di SFP complessivamente considerati.

Fermo restando quanto previsto all'Articolo 10.3, la Società, con delibera in tal senso del consiglio di amministrazione, ha il diritto di riscattare, in tutto o in parte, gli SFP in qualsiasi momento e nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato della Società, mediante il pagamento, in un'unica soluzione, ai Titolari degli SFP Oggetto di Riscatto di un importo in denaro

pari al Valore di Rimborso degli SFP Oggetto di Riscatto calcolato con riferimento alla Data di Efficacia del Diritto di Riscatto (il “Diritto di Riscatto”). La Società dovrà inviare comunicazione scritta di esercizio del Diritto di Riscatto ai Titolari degli SFP Oggetto di Riscatto con le modalità di cui all’Articolo 16, almeno 10 (dieci) Giorni Lavorativi prima della data nella quale la stessa intende esercitare il Diritto di Riscatto (la “Data di Efficacia del Diritto di Riscatto”), indicando il numero di SFP in relazione ai quali viene esercitato di Diritto di Riscatto (gli “SFP Oggetto di Riscatto”) e la Data di Efficacia del Diritto di Riscatto (la “Comunicazione di Riscatto”).

L’esercizio del Diritto di Riscatto nei confronti degli SFP Oggetto di Riscatto avrà effetto a decorrere dalla Data di Efficacia del Diritto di Riscatto, restando, peraltro, espressamente inteso che l’annullamento degli SFP Oggetto di Riscatto e la conseguente estinzione di tutti i diritti spettanti ai relativi Titolari degli SFP Oggetto di Riscatto a norma del presente Regolamento avranno efficacia subordinatamente all’avvenuto pagamento integrale ai Titolari degli SFP Oggetto di Riscatto di un importo in denaro pari alla somma del Valore di Rimborso degli SFP Oggetto di Riscatto calcolato con riferimento alla Data di Efficacia del Diritto di Riscatto.

Fermo restando quanto previsto all’Articolo 10.3, a seguito dell’esercizio del Diritto di Riscatto ai sensi dell’Articolo 10.2: (i) gli SFP Oggetto di Riscatto si estingueranno automaticamente e i Titolari degli SFP Oggetto di Riscatto consegneranno alla Società i Certificati rappresentativi degli SFP Oggetto di Riscatto, e (ii) la Società provvederà ad annotare sul Registro l’annullamento dei Certificati rappresentativi degli SFP Oggetto di Riscatto di proprietà dei Titolari degli SFP Oggetto di Riscatto”.

*Commento all'Orientamento numero 70 del 2018 dell'Osservatorio Società del
Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato*

L'ORGANO ASSEMBLEARE NELLA PROCEDURA DI AMMINISTRAZIONE STRAORDINARIA

GIOVANNI FUMAROLA

L'ORIENTAMENTO ⁽¹⁾

La Massima

Nell'amministrazione straordinaria delle grandi società di capitali in crisi, il funzionamento della assemblea è sospeso. Le competenze dell'assemblea spettano al commissario o ai commissari, i quali per ragioni di opportunità, preve le necessarie autorizzazioni, possono tuttavia ricorrere all'assemblea per la adozione di singole delibere. Anche in questo caso rimane ferma la responsabilità propria dell'organo commissariale, che è titolare di un ufficio autonomamente preposto alla attività dell'impresa sottoposta alla amministrazione straordinaria. La delibera eventualmente contraria alla proposta del commissario avrà comunque funzione "consultiva", di modo che il commissario, adeguatamente motivando la sua scelta, potrà scegliere di dare seguito alla modifica statutaria o alla operazione straordinaria proposta alla assemblea, nonostante la bocciatura.

La Motivazione

1. Introduzione

Il tema che si esamina è quello del(l'eventuale) funzionamento, delle competenze (eventualmente residue) dell'assemblea nella procedura di amministrazione straordinaria delle società di capitali e della sua funzione. A mente dell'art. 200 I comma l. fall. (richiamato per l'amministrazione straordinaria dall'art. 36 del d. lgs. 270 dell'8 luglio 1999) "dalla data del provvedimento...cessano le funzioni delle assemblee e degli organi di amministrazione e di controllo...". Inoltre, l'art. 40 del d. lgs. 270/1999

⁽¹⁾ Orientamento già apparso, con motivazione, in *Riv. not.*, 2018, pp. 873 ss. Per maggior linearità, le note bibliografiche a piè di pagina apparse nella versione disponibile sul sito del Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato (sezione "Osservatorio – Società – Orientamenti") sono state omesse ma ampiamente assorbite fra quelle di corredo al commento di cui *infra*.

attribuisce al solo commissario “la gestione dell’impresa e la amministrazione dei beni dell’imprenditore insolvente.”. Sembrerebbe dunque, ad una prima lettura delle norme, che non ci sia spazio per l’assemblea dei soci nella amministrazione straordinaria, a meno di volere ritenere, ma la tesi appare eccessivamente aggressiva, che cessano solo le funzioni gestorie dell’assemblea – dato che la gestione dell’impresa e l’amministrazione dei beni spettano come detto al commissario – e non anche quelle destinate ad esplicarsi sul piano della organizzazione societaria. A ben vedere quello che si affronta è uno dei possibili punti di emersione del tema più generale della competenza residua degli organi societari di un ente – la società di capitali – che a differenza delle società personali non può dirsi automaticamente sciolto a causa dell’avvio della procedura concorsuale (si veda il confronto tra vecchio art. 2448 c.c. e nuovo art. 2484 c.c. post-riforma del 2003).

Sul piano della esperienza pratica, constano almeno due recenti precedenti: Il primo riguarda la scissione di una s.c.a.r.l. in amministrazione straordinaria. In quel caso la scelta del commissario – che aveva predisposto il progetto di scissione e che successivamente avrebbe sottoscritto l’atto di scissione – fu di convocare la assemblea per approvare il progetto di scissione.

Il secondo riguarda la integrazione dell’oggetto sociale di una s.p.a. in amministrazione straordinaria al fine di rendere possibile la partecipazione ad una gara ritenuta dai commissari funzionale al buon esito della procedura. In questo caso la scelta è ricaduta sulla competenza del collegio dei commissari (previa autorizzazione del Mise, poiché la modifica statutaria non era contemplata nel programma originario), anche per le evidenti implicazioni gestorie che la volontà di integrare l’oggetto sociale implicava nel caso di specie.

2. Cenni al concordato

Vale la pena a questo punto di prestare uno sguardo preliminare al concordato: sono state proposte due teorie sul funzionamento dell’assemblea. La prima tesi riflette la “tendenza a ritenere che, nonostante la avvenuta apertura della procedura nei confronti della società, la collettività dei soci manterrebbe intatta, almeno in via di principio, ed in assenza di disposizioni diverse...la propria ordinaria competenza organizzativa, quella cioè prevista dalla disciplina societaria” ed è stata autorevolmente sostenuta in dottrina. Alcune indicazioni in senso opposto, nel senso della completa esautorazione dell’assemblea, verso la estremizzazione della visione “contrattuale” del concordato, si sono tratte proprio dalla normativa. Ci si riferisce alla “individuazione negli amministratori e non più nella collettività dei soci, dell’organo competente, in assenza di una diversa previsione statutaria, a deliberare in ordine alla proposta di concordato nelle società di capitali (art. 154 II comma l. fall.)”. Se ne è ricavato che nel potere degli amministratori di decidere circa la presentazione della domanda siano ricompresi, oltre alla determinazione del suo contenuto, anche la competenza di compiere tutti gli atti volti a darvi esecuzione. Tra questi ultimi rientrano anche le delibere inerenti alle operazioni straordinarie (ex artt. 124 II comma e 160 I comma l. fall.), ivi comprese quelle che richiederebbero la adozione di una delibera assembleare o addirittura l’espressione del consenso del singolo socio. Presupposto fondante di questa tesi è quello di “disinnescare quella sorta di diritto di veto che altrimenti si finirebbe per riconoscere ai singoli soci o quantomeno alla loro maggioranza, in ordine alla riorganizzazione concorsuale”. Si

tratta allora di stabilire, a voler accogliere questo orientamento, quali rimedi siano conferiti ai soci al fine di preservare il proprio investimento. Il primo, per così dire preventivo, sarebbe quello di prevedere nello statuto la competenza assembleare per potere presentare la domanda di concordato. Il secondo, successivo, sarebbe quello di opporsi alla omologazione giudiziaria del concordato.

3. Assemblea e amministrazione straordinaria

Le conclusioni raggiunte in tema di concordato consentono di affrontare il problema della competenza assembleare nella amministrazione straordinaria sotto una luce diversa, nonostante la espressa previsione dell'art. 200 l. fall. che parrebbe obbligare l'interprete a definire i rapporti tra soci e società nella amministrazione straordinaria da un punto di vista diverso rispetto a quanto avviene per le altre procedure concorsuali (ulteriori rispetto alla liquidazione coatta amministrativa e alla amministrazione straordinaria). In altre parole, il tenore letterale della norma sembrerebbe non lasciare spazio ad un dibattito simile a quello che si è poc'anzi sintetizzato in tema di concordato. Si vuole indagare invece se l'art. 200 l. fall. imponga al commissario di considerare del tutto cessate le funzioni dell'assemblea o se al contrario l'esigenza di contemperare la soddisfazione dei creditori (interesse al quale sono genericamente volte le procedure concorsuali) con quella di evitare che i soci siano privati, all'esito della procedura concorsuale, dell'eventuale residuo valore legato alla propria partecipazione, consenta all'organo commissariale di fare ricorso, pendente la procedura di amministrazione straordinaria, alla assemblea. La dottrina ed una parte della giurisprudenza che si sono occupate dell'art. 200 l. fall. hanno sostenuto che l'assemblea non cessa definitivamente ma piuttosto che le sue funzioni sono per così dire sospese e temporaneamente attribuite al commissario per la durata della procedura. Lo stesso art. 200 l. fall. depone in tal senso, nel prevedere il funzionamento degli organi societari per il caso in cui il commissario faccia ricorso, dopo l'avvio della procedura di amministrazione straordinaria, alla procedura di concordato. Si tenga doverosamente presente che la norma fu emanata prima della cennata modifica in tema di concordato, che ha spostato dall'assemblea all'organo amministrativo la competenza a deliberare sulla ammissione al concordato. La norma deve essere dunque coordinata con tale ultima modifica ma impone anche oggi di fare ricorso alla assemblea in pendenza di amministrazione straordinaria, quando lo statuto abbia affidato la materia dell'ammissione al concordato alla assemblea. Inoltre si è richiamato, nel senso di una seppur provvisoria e residuale competenza della assemblea, l'art. 80 del t.u.b. che attribuisce espressamente all'assemblea di una banca sottoposta ad amministrazione straordinaria la competenza a deliberare la modifica dell'oggetto sociale a seguito della revoca della autorizzazione ad operare. Oltre alla espressa riserva menzionata nello stesso art. 200 l. fall. ed alla competenza assembleare ritagliata dall'art. 80 t.u.b., esistono infine altre disposizioni di legge che, nonostante il dettato dell'art. 200 l. fall., evocano competenze rimaste in capo all'organo amministrativo e/o di controllo. Si potrebbe a questo punto sostenere che quelle sopra enumerate siano le uniche deroghe ammissibili al disposto dell'art. 200 l. fall. Tuttavia, la soluzione appare eccessivamente restrittiva. Al contrario, posto che come regola generale in tutto e per tutto – e dunque in qualunque materia – il commissario può assumere le delibere/decisioni che sarebbero di competenza dell'assemblea, ci si deve chiedere se: (i) sia lecito che il commissario faccia ricorso all'assemblea quando lo ritenga opportuno; (ii) sia immaginabile che il programma ex art. 54 d. lgs. 270/1999, quale clausola generale, preveda (ovviamente inter alia) anche

la facoltà del commissario di fare ricorso ad libitum all'organo assembleare, senza dovere ogni volta richiedere una ulteriore preventiva autorizzazione ex art. 60 d. lgs. 270/1999. L'art. 200 l. fall. sembra descrivere le conseguenze della ammissione alla procedura piuttosto che imporre un divieto non derogabile. In altre parole, nella procedura il commissario svolge le sue funzioni, che comprendono anche quelle degli organi cessati (meglio sospesi), ma non gli è fatto divieto di compulsare l'assemblea per meglio portare a compimento il suo ufficio. Qualche esempio può essere utile per chiarire l'opportunità di fare ricorso in taluni casi alla delibera assembleare. Notevole è la modifica apportata dalla riforma societaria del 2003 alla disciplina della fusione/della scissione: prima non erano ammesse alle dette procedure le società in liquidazione/in procedura concorsuale; dopo la riforma non sono ammesse alla fusione/scissione solamente le società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo. Il che conduce ad annoverare fusione/scissione tra gli strumenti di soluzione della crisi aziendale. In alcuni casi – vista la struttura legale tipica del procedimento (progetto/sua approvazione/atto) che interessa sia l'organo gestorio che i soci – ben potrebbe il commissario valutare opportuno (se non addirittura necessario) ricorrere all'assemblea per l'approvazione del progetto. Si consideri che anche in altri casi (si pensi (i) alla semplice trasformazione di una s.p.a. in a.s. in s.r.l. in a.s. per eliminare l'organo di controllo e ricavarne un risparmio di spese – ove ciò sia consentito; oppure (ii) all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione per consentire l'ingresso di nuovi soci investitori) le esigenze della procedura imporrebbero al commissario di assumere decisioni che lo stesso comunque potrebbe volere sottoporre ai soci, anche per evitare successive contestazioni/impugnative. In tutte tali evenienze di competenza solitamente assembleare, potrebbe essere utile o opportuno che il commissario – che come detto in base alle norme sostituisce in tutto e per tutto anche la assemblea – decida nonostante ciò di fare ricorso alla delibera dell'assemblea.

Si dovrà allora stabilire, piuttosto che negare una (momentanea) reviviscenza delle funzioni dell'organo assembleare, quali sarebbero le conseguenze di una delibera assembleare di rigetto della proposta del commissario.

4. Funzione consultiva della assemblea nella amministrazione straordinaria

Una volta ammesso il funzionamento (sia pure residuale come si è detto) della assemblea nella amministrazione straordinaria, si tratta allora di inquadrare sistematicamente la funzione della

delibera, per il caso in cui la delibera risultasse contraria alla proposta del commissario.

Non sembra tanto potersi riferire, per quanto si dirà in tema di libertà degli amministratori di compiere l'operazione nonostante la bocciatura da parte dell'assemblea, alle ipotesi degli art. 2364 I comma n. 5 e 2409-terdecies I comma lettera f-bis del c.c., poiché in tali ipotesi non sembra che in caso di bocciatura assembleare il gestore sia poi libero di agire.

Piuttosto sembrano contigue altre fattispecie, in cui la funzione della assemblea è per così dire

“consultiva”. Al di là delle di alcune espresse previsioni del t.u.f., si tratta degli altri casi in cui ai soci riuniti in assemblea è consentito dagli organi gestori di “acquisire utili

informazioni e di esprimere i propri orientamenti su determinati aspetti della politica di impresa” fino a giungere alle situazioni in cui è fatto carico ai gestori di “sollecitare l’esame qualora siano in discussione operazioni idonee a incidere indirettamente, ma sensibilmente, su contenuto dei loro diritti o sul valore della partecipazione sociale”.

Il primo esempio è quello dell’art. 123-ter VI comma del t.u.f. che definisce “non vincolante” la deliberazione assembleare sulla prima sezione della relazione sulla remunerazione.

Altro esempio si rinviene nella materia delle operazioni con parti correlate a norma del regolamento Consob 17221 del 2010. Ancora più calzante, poiché riferibile anche alle società non quotate, è l’esempio del ricorso (ipotizzabile per qualche autore) alla assemblea da parte degli amministratori su materie gestorie, quando lo statuto non lo preveda. In tutti questi casi, nonostante il diniego della assemblea, gli amministratori potranno poi operare, purché beninteso motivino adeguatamente i motivi della scelta, al fine di evitare possibili future contestazioni. Né sembra corretto limitare alle sole società in bonis il ricorso alla assemblea in tali casi, in quanto solo per le società in bonis le conseguenze, qualora le delibere assembleari fossero disattese, potrebbero essere la revoca assembleare o l’azione di responsabilità verso gli amministratori, cosa che non sarebbe possibile nella amministrazione straordinaria poiché tali poteri sono preclusi alla assemblea. Al contrario, il mancato e magari reiterato rispetto da parte del commissario delle delibere assembleari potrà comportare, nei casi più gravi, la revoca/la sostituzione del commissario da parte del Mise. Al contrario nelle fattispecie degli artt. 2364 n. 5 e 2409-terdecies lettera f-bis del c.c., gli amministratori/i gestori, come cennato, se la delibera è sfavorevole, non saranno legittimati ad operare validamente.

5. Conclusioni

Da quanto precede si possono ricavare le seguenti conclusioni:

1) nelle società sottoposte alla procedura di amministrazione straordinaria, l’organo assembleare può validamente essere chiamato a deliberare sulle materie che il commissario ritenga opportuno sottoporre al suo esame; sono infatti sospese le competenze della assemblea ma alla legittimazione del commissario può affiancarsi, su richiesta del commissario, la legittimazione della assemblea per determinate materie;

2) è ammissibile una generica autorizzazione preventiva prevista nel programma, che consenta al commissario di fare ricorso all’assemblea ogni qualvolta lo ritenga opportuno, senza dover richiedere autorizzazioni specifiche per convocare ogni singola assemblea. Resta tuttavia ferma la necessità di preventiva autorizzazione per attuare ciascuna operazione che il commissario ritenga in concreto di dover sottoporre all’assemblea, se non prevista nel programma;

3) nonostante la delibera assembleare favorevole, rimane ferma la responsabilità del commissario per le conseguenze derivanti dalla esecuzione della delibera;

4) di converso, nel caso in cui la assemblea chiamata a deliberare non approvi la proposta formulata dal commissario, questi può comunque dare attuazione alla operazione prospettata, adeguatamente motivando la propria scelta, proprio in ragione

della responsabilità che comunque incombe sul commissario per le ragioni del suo ufficio. In tale caso la delibera assembleare avrà avuto funzione consultiva.

Esemplificando, in una scissione il commissario dovrà ottenere l'autorizzazione a progettare ed eseguire l'operazione, quando la stessa non sia menzionata nel programma; tuttavia, qualora sia stato preventivamente autorizzato a convocare l'assemblea se lo ritenga opportuno, potrà scegliere – dopo aver ottenuto l'autorizzazione specifica a progettare ed eseguire la scissione se necessaria come detto – se passare per la via assembleare o in alternativa se decidere autonomamente circa l'approvazione del progetto di scissione. Se infine l'assemblea, chiamata a deliberare in merito dal commissario, non ritenga di approvare il progetto di scissione, ciò nonostante il commissario potrà darvi attuazione, motivando la sua scelta.

IL COMMENTO

Sommario: 1. Introduzione – 2. Critica al riferimento alla “cessazione delle funzioni”: (2.1.) L'interpretazione letterale – (2.2.) Il rinvio al concordato – (2.3.) La speciale disciplina bancaria – (2.4.) Due *unica* giurisprudenziali: la scissione della Dirpa e la fusione della Sèleco – 3. Materie oggetto di competenza – 4. Finalità pratiche della competenza. Distinzione dai casi tipizzati di deliberazioni consultive fondati sul prototipo della società *diffusa* – 5. Definizione della fattispecie e inquadramento sistematico. Disciplina: (5.1.) Il sistema delle impugnazioni – (5.2.) Gli effetti della non osservanza del consulto.

1. Introduzione

A dispetto della generale “cessazione delle funzioni” che la legge perentoriamente afferma colpire l'organo assembleare delle *grandi* ⁽²⁾ società sottoposte alla procedura di amministrazione straordinaria, la massima che qui si commenta si propone di sostenere la configurabilità di una competenza deliberativa implicita – cioè non prevista espressamente dalla legge – dell'organo in parola nonché di un corrispondente potere in capo all'organo commissariale ⁽³⁾ di provocare siffatta deliberazione.

Questa competenza si manifesterebbe nella pratica allorché il commissario decidesse “*per ragioni di opportunità*” di deferire una determinata materia – ma si vedrà come il novero delle materie in questione si esaurisca alle sole, eppur relevantissime, operazioni di c.d. *riorganizzazione del capitale proprio* – all'esame assembleare provocandone una

⁽²⁾ È appena il caso di notare come l'uso dell'attributo “grande” nel testo della massima debba intendersi secondo un'accezione semplicemente descrittiva – nonché riproduttiva dell'art. 1 del d.lgs. n. 270 del 1999 – senza alcuna pratica ricaduta in punto di disciplina, non evocando, quindi, la procedura di amministrazione straordinaria c.d. *speciale* di cui al d.l. n. 347 del 2003.

⁽³⁾ Pur non sfuggendo che, ai sensi dell'art. 38 del d.lgs. n. 270 del 1999, è nei poteri del (l'allora denominato) Ministro dell'Industria nominare con decreto un organo commissariale monocratico o collegiale, composto da tre commissari straordinari, nel prosieguo, per brevità, si farà riferimento indifferentemente al “commissario”. Inoltre, in mancanza di diversa specificazione, gli articoli di legge s'intenderanno riferiti al decreto ora citato, recante la disciplina della “*Nuova* – rispetto a quella *vecchia*, ex d.l. n. 26 del 1979 – ... *amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza*”. La legge fallimentare (regio decreto 267 del 1942) sarà invece abbreviata, com'è d'uso fare, in “l.f.”.

deliberazione meramente consultiva e cioè non vincolante, né in positivo né in negativo. E proprio in ciò differenziandosi da un'altra competenza assembleare per certi versi analoga bensì esplicita, ossia la competenza a deliberare sulle “*autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori*” ex art. 2364, comma primo, numero 5, cod. civ., che pure la motivazione alla massima richiama.⁽⁴⁾

2. Critica al riferimento alla “cessazione delle funzioni”

Ora, è del tutto evidente che questo commento – così come la massima stessa, del resto – ha ragion d'essere in tanto in quanto si ritenga superabile, o quantomeno mitigabile, il riferimento alla cessazione delle funzioni assembleari che secondo la legge opera per effetto dell'apertura del procedimento di amministrazione straordinaria: a mente dell'art. 200 della l.f., disposizione applicabile per il caso della liquidazione coatta amministrativa ma estesa all'amministrazione straordinaria in forza del rinvio generale dell'art. 36,⁽⁵⁾ “*Dalla data del provvedimento che ordina la liquidazione ... se l'impresa è una società o una persona giuridica cessano le funzioni delle assemblee ... salvo per il caso dell'art. 214*”.⁽⁶⁾ Cessazione delle funzioni che sarebbe compensata da una piena attribuzione di

⁽⁴⁾ Così la motivazione alla massima: “*In tali ipotesi – fra cui l'autorizzazione assembleare – non sembra che in caso di bocciatura assembleare il gestore sia poi libero di agire*” (si parla di ipotesi al plurale giacché è presa in considerazione anche la competenza del consiglio di sorveglianza a deliberare su “*operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari*” ex art. 2409-terdecies, comma primo, lettera f-bis, cod. civ., a proposito della quale, pur concedendo il riconoscimento di una certa analogia con l'autorizzazione assembleare sotto il profilo della vincolatività in negativo – per tutti CARIELLO, *Il sistema dualistico. Vincoli tipologici e autonomia statutaria*², Milano, 2009, pp. 203 ss. –, non se ne comprende l'inerenza con il caso che qui rileva vista la totale estraneità con l'organo assembleare). Com'è noto, l'autorizzazione assembleare è connotata dalla sua vincolatività in negativo, ossia il fatto che (solo) in caso di deliberazione di rigetto si produrrà l'effetto vincolante per l'organo amministrativo – *i.e.* il divieto a dare esecuzione *all'atto* – ma non anche specularmente nel caso di approvazione e cioè non vi sarà alcun obbligo a dare esecuzione *all'atto*. Esattamente in tal senso, criticando la tesi di chi sostiene l'assenza di un divieto totale in caso di negazione dell'autorizzazione, ABBADESSA e MIRONE, *Le competenze dell'assemblea*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 291, 295, e PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso diretto da Abbadessa e Portale, 2, Torino, 2006, pp. 29 ss. Coerentemente con questa ricostruzione, si rimanda, per tutti, alla riconduzione dell'autorizzazione assembleare al più ampio *genus* delle autorizzazioni, per come elaborato dalla scienza amministrativistica, fatta in PINTO, *Brevi osservazioni in tema di deliberazioni assembleari e gestione dell'impresa nella società per azioni*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, p. 445, per il quale essa sarebbe la rimozione di un limite esterno all'esercizio del potere (dell'organo amministrativo), rimozione di cui si discorreva nel contributo, generalmente ritenuto decisivo per lo studio delle autorizzazioni amministrative, di GIANNINI, *Manuale di diritto amministrativo*, II, Milano, 1970, pp. 1095 ss. Sembrerebbe concepire la competenza per le deliberazioni consultive quale *minus* delle autorizzazioni MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa, 1, *Impresa – Società: costituzione, conferimenti, assemblee*, diretto da Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guertera e Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, pp. 819 ss., poi apparso, “*con minimi adeguamenti formali*”, in *Riv. dir. soc.*, 2014, p. 159 (dal quale si cita): “*il rilievo sistematico [dell'art. 2364, n. 5, cod. civ.] induce a reputare altrettanto legittima una opzione convenzionale che affievolisse l'intervento assembleare al rango di una raccomandazione non vincolante*”.

⁽⁵⁾ “*Per quanto non previsto dal presente decreto, si applicano alla procedura di amministrazione straordinaria, in quanto compatibili, le disposizioni sulla liquidazione coatta amministrativa*”.

⁽⁶⁾ La disposizione in parola è oggi parte della disciplina generale della liquidazione coatta amministrativa ma rappresenta l'evoluzione delle disposizioni di diritto speciale di cui agli artt. 56 e 67, comma quarto, della legge bancaria del '36-'38 (l. n. 141 del 1938) a mente dei quali sono “*sospese le funzioni delle assemblee dei soci, partecipanti o fondatori*” dal momento in cui viene emesso il decreto governativo che dichiara, rispettivamente, la messa in amministrazione straordinaria o in liquidazione dell'*azienda di*

poteri al commissario il quale, per l'art. 40, ha la “*gestione dell'impresa e la amministrazione dei beni dell'imprenditore insolvente*” e, per l'art. 61, “*compie tutte le attività dirette all'esecuzione del programma autorizzato*” con salvezza degli atti soggetti al controllo preventivo ministeriale previsto dall'art. 42 (alienazione, affitto, locazione, costituzioni di diritti reali di garanzia su azienda, rami d'azienda, immobili o mobili in blocco).⁽⁷⁾

2.1. L'interpretazione letterale

Una prima via per sostenere che il riferimento della legge alla “cessazione” delle funzioni sia improprio – e che quindi, in realtà, l'organo assembleare possa episodicamente rivivere⁽⁸⁾ – passa per l'interpretazione strettamente letterale del potere commissariale di “*gestione dell'impresa*” di cui il già citato art. 40 discorre, sì da ritenere cessate le sole competenze gestorie dell'assemblea ma non anche quelle più latamente inerenti l'organizzazione societaria; interpretazione che la massima ritiene però “*eccessivamente aggressiva*”, seppur autorevolmente sostenuta.⁽⁹⁾

credito. Si argomenterà *infra* come a torto, il legislatore fallimentare del 1942 abbia scelto di abbandonare il riferimento alla “sospensione” delle funzioni in favore di quello – non propriamente corretto – alla “cessazione”; subito appresso si darà invece conto delle disposizioni del testo unico bancario del 1993 che si sono succedute a quelle della legge bancaria. Per una approfondita disamina della sospensione delle funzioni degli organi delle *aziende di credito* si rinvia a GIORGI, «*Cessazione delle funzioni*» e *competenze degli organi societari nella liquidazione coatta amministrativa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, pp. 470 ss.; NIGRO, *Crisi e risanamento delle imprese: il modello dell'amministrazione straordinaria delle banche*, Milano, 1985, pp. 52 ss. (ove, sulla base del potere dei commissari di convocare l'assemblea su autorizzazione della Banca d'Italia, si conclude nel senso della “*quiescenza*” dell'organo); PORZIO, *La disciplina giuridica dell'esercizio del credito*, Napoli, 1991, p. 325 (“*totale esautoramento*”); PRATIS, *La disciplina giuridica delle aziende di credito*, Milano, 1959, pp. 315 ss. (il quale parla di cessazione e non semplice sospensione).

⁽⁷⁾ Quelle di cui ai citati artt. 40 e 61 sono norme *speciali* attributive di competenze ed in quanto tali prevalgono sulle generali regole societarie di competenza degli organi sociali: ne discende in particolar modo che, nel caso in cui la società debitrice sia costituita in forma di società a responsabilità limitata, non convince la tesi per cui rimarrebbe comunque salva al competenza (*in thesi* inderogabile) dei soci a deliberare sulle operazioni (*i.e.* le operazioni previste dal programma *ex* art. 56) che comportano una “*rilevante modificazione dei diritti dei soci*” ovvero una “*rilevante modificazione dei diritti dei soci*” *ex* art. 2479, numero 5, cod. civ. (così, seppur a riguardo del concordato, GUERRERA, *La competenza*, p. 1130, ove evidentemente non riconosce il rapporto di specialità fra l'art. 152 della l.f. e 2479 cod. civ., ritenendo prevalente la competenza decisoria dei soci in forza di quest'ultima disposizione a scapito della competenza dell'organo amministrativo in forza della prima).

⁽⁸⁾ Si noti come in nessun caso la prevista cessazione delle funzioni assembleari possa indurre alla conclusione nel senso dell'estinzione dell'organo medesimo, il quale, al pari della società tutta, non può dirsi estinto in seguito all'ammissione alla procedura concorsuale ma, anzi, astrattamente potrebbe tornare ad operare ove la società recuperasse “*la capacità di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni*” (art. 74, comma primo, lettera b). Siffatta conclusione è del resto corroborata dall'espunzione, fra le cause di scioglimento della società, dell'apertura di una procedura concorsuale (si veda, a tal proposito, l'ultimo comma dell'art. 2448 cod. civ. *ante* riforma organica del diritto societario del 2003: “*La società si scioglie inoltre per provvedimento dell'autorità governativa nei casi stabiliti dalla legge, e per la dichiarazione di fallimento se la società ha per oggetto un'attività commerciale. Si osservano in questi casi le disposizioni delle leggi speciali*”).

⁽⁹⁾ Così BONSIGNORI, commento Sub Art. 200 l.f., in ID., *Della liquidazione coatta amministrativa. Art. 194-215*, in *Commentario Scialoja-Branca. Legge fallimentare* a cura di Bricola, Galgano e Santini, Bologna-Roma, 1974, pp. 141-142, che, prendendo le mosse dal caso del concordato della Isotta Fraschini (Trib. Milano, 6 dicembre 1954, in *Riv. dir. comm.*, 1955, II, p. 117, con nota di DE MARTINI, *Singolari aspetti del concordato di società in liquidazione coatta amministrativa*), osserva come “*sostenere che tale*

2.2. Il rinvio al concordato

Il secondo e più solido percorso argomentativo si fonda, invece, sull'approdo all'istituto del concordato: ai fini di un'interpretazione ortopedica dell'art. 200 della l.f., si potrebbe sostenere, in luogo della cessazione, la mera sospensione delle funzioni assembleari – sospensione di cui peraltro la massima parla in coerenza con un'inveterata opinione dottrinale ⁽¹⁰⁾ – in forza della clausola di salvezza in favore dell'art. 214 della l.f. stessa che, in punto di concordato delle società in liquidazione coatta amministrativa, richiama a sua volta l'art. 152. E sempre al concordato si arriverebbe anche per via dell'art. 78 del decreto 270 che, disciplinando in via diretta il concordato per le società in amministrazione straordinaria, richiama l'art. 152.

Quello che ai nostri fini rileva dell'art. 152 della l.f. – disposizione appartenente al capo X, di ricongiunzione della disciplina fallimentare con quella societaria – è l'attribuzione della competenza a formulare la “*proposta e condizioni*” del concordato in capo agli amministratori della società “*salva diversa disposizione dell'atto costitutivo o dello*

sospensione dei poteri assembleari avvenga soltanto nei limiti in cui può operare la sostituzione del commissario e cioè soltanto in relazione a quelle funzioni che concernono l'amministrazione e la disposizione del patrimonio” sia la miglior interpretazione, seppur in contrasto con la lettera della legge, in quanto rispondente al fine ultimo della liquidazione ossia la “*trasformazione in denaro del patrimonio dell'imprenditore*”; diversamente si avrebbe un “*ingiustificato eccesso rispetto ai compiti del commissario liquidatore, ma anche in quanto ... si verrebbe a creare un vuoto per quel che concerne l'organizzazione del soggetto-società, organizzazione che dovrebbe rimanere cristallizzata nelle strutture in cui si trovava al momento dell'apertura della liquidazione senza che né gli organi del procedimento né quelli della società stessa possano modificare tale situazione*”. Conformemente anche VASSALLI, *I casi di chiusura della procedura di amministrazione straordinaria*, in *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi. Esperienze, riflessioni e prospettive*, Milano, 1989, p. 129. Anche in tal senso sembrerebbe essere SALAFIA, *Deliberazione assembleare di scissione parziale in società soggetta ad amministrazione straordinaria*, nota a Trib. Roma, sez. impresa, 7 luglio 2015, *Toto S.p.A. Costruzioni Generali c. Dirpa S.c. a r.l.*, in *Le Società*, 10, 2015, p. 1103, il quale, con riguardo al rinvio all'art. 200 della l.f. per l'amministrazione straordinaria, osserva come “*La norma ha inteso regolare la convivenza della liquidazione coatta e dell'amministrazione straordinaria nel contesto dell'ordinaria organizzazione della società, ma questa disciplina è comprensibile per quanto riguardo l'organo amministrativo e l'organo di controllo sostituiti dal liquidatore o dal commissario straordinario e dal comitato di sorveglianza. Per l'assemblea, invece, non si può non osservare che delle sue funzioni solo quelle che hanno attinenza alla gestione dell'impresa sono rilevanti nell'economia dell'art. 200 l.f., come per esempio il rilascio di autorizzazioni ove previste dalla legge o dallo statuto*”.

⁽¹⁰⁾ In tal senso, con gran nitore, BONSIGNORI, commento, pp. 137 ss.: “*Pertanto, alla luce del conservato potere di proporre il concordato, si può concludere che in quest'ultima procedura le funzioni delle assemblee ... non cessano, come si esprime il I° comma dell'art. in esame, ma sono soltanto temporaneamente sospese non solo agli effetti di cui sopra ma anche perché a seguito dell'omologazione di un eventuale concordato, la vita della società potrebbe continuare*”, aggiungendo poi che “*dal punto di vista esegetico non pare che si possa prendere troppo alla lettera la voce verbale 'cessano', su cui si fonda l'interpretazione qui criticata; infatti nello stesso periodo si fa salva l'ipotesi di concordato; quindi, se almeno in questa fase gli organi societari possono riprendere a deliberare, non v'è cessazione ma semplicemente sospensione, come più esattamente si esprime [la legge bancaria del '36-'38: v. nt. 6]*”. Nello stesso senso anche CELORIA e PAJARDI, *Commentario alla legge fallimentare*, II, Milano-Messina, n. 14, p. 1041; GIORGI, «*Cessazione delle funzioni*», p. 480; ID., commento Sub Art. 200 l.f., in *Commentario alla legge fallimentare. Artt. 124-215 e Disposizioni transitorie*, diretto da Cavallini, Milano, 2010, p. 1004; SPARANO, *La chiusura del fallimento e il completamento della liquidazione coatta amministrativa*, Padova, 1994, p. 308 (il quale teorizza un fenomeno di “cessazione non definitiva”); SPIOTTA, Sub. Artt. 200-201 l.f., in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario* diretto da Jorio e coordinato da Fabiani, **, Bologna, 2007, p. 2649.

statuto” (comma secondo, lettera b).⁽¹¹⁾ In conclusione, seguendo i rinvii ora tratteggiati, si avrebbe che in forza di una espressa previsione statutaria l’assemblea di una società in amministrazione straordinaria sarebbe chiamata – avendone competenza – a deliberare la proposta di concordato. E secondo una certa opinione sarebbe pure competente a deliberare su quegli atti esecutivi del concordato che importino una riorganizzazione societaria e cioè nei casi in cui “La proposta [di concordato] può prevedere ... altre operazioni straordinarie, ivi compresa l’attribuzione ai creditori ... di azioni” (art. 124, comma secondo, lettera c), della l.f.⁽¹²⁾

⁽¹¹⁾ La ragione della naturale competenza degli amministratori è ben sintetizzata da CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell’impresa in crisi*, in *Società, banche e crisi d’impresa*, 3, *Banche – Mercati finanziari – Crisi d’impresa*, p. 2598: “La ragione di questo spostamento del potere decisionale di accesso alle procedura di composizione negoziale della crisi dai soci ... agli amministratori, va piuttosto ricercata nell’intento di sottolineare, attraverso questa investitura, il dovere e la responsabilità degli amministratori della società in crisi di individuare le soluzioni che meglio possono conciliare l’interesse sociale con quello dei creditori al miglior soddisfacimento del proprio credito, in coerenza con il compito di protezione dell’interesse dei creditori che caratterizza la gestione imprenditoriale dell’impresa in crisi”.

⁽¹²⁾ Si badi, sia nel caso di espressa previsione della competenza assembleare a deliberare la proposta di concordato ex art. 152 della l.f., sia in sua assenza: la tesi è stata sostenuta da GUERRERA (nel commento Sub Art. 152 l.f., in *Il nuovo diritto fallimentare*, pp. 2210 ss.; poi in *Concordati giudiziali e operazioni societarie di «riorganizzazione»* (con MALTONI), in *Riv. soc.*, 2008 – già apparso, con il medesimo titolo, come studio n. 77-2007/I del Consiglio nazionale del notariato, in *Studi e materiali*, 2, 2008 – e da ultimo in *Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione negoziale della crisi*, in *Riv. soc.*, 2013): “Allorquando la proposta di concordato presenta un contenuto riorganizzativo, essa non può, per definizione, restare sottratta alla decisione degli organi sociali, e in particolare dell’assemblea ... poiché essa comporta delle modificazioni statutarie e, in ogni caso, incide in modo rilevante sulle partecipazioni dei soci. D’altra parte ... così come nel fallimento, come nel concordato preventivo, dopo l’ammissione alla procedura, non potrebbe consentirsi giammai che le operazioni sul capitale e ‘straordinarie’ compiute dalle società in crisi producano – al di fuori del concordato e senza il controllo degli organi della procedura – effetti anche soltanto indirettamente ‘dispositivi’ del patrimonio sociale”; “Deve invece escludersi che gli organi della procedura concorsuale e, in particolare, il curatore fallimentare abbiano il potere di proporre validamente ... o addirittura di compiere atti modificativi della struttura organizzativa, capitalistica e finanziaria della società insolvente quand’anche funzionali alla soluzione concordataria (p. es. quello di approvare un aumento del capitale con esclusione del diritto d’opzione o di predisporre un progetto di fusione o di decidere una scissione)” (*Concordati*, pp. 30, 32); “differente è il regime delle decisioni e degli atti di modifica sostanziale dell’organizzazione dell’impresa e, in specie, delle operazioni sul capitale e straordinarie, che possono ricondursi tutti alla categoria delle decisioni o degli atti latu sensu organizzativi. Anche in queste ipotesi deve riaffermarsi il principio dell’intangibilità dell’organizzazione della società e delle partecipazioni dei soci” (*Le competenze*, p. 1118). Nello stesso senso anche NIGRO, *La riforma “organica” delle procedure concorsuali e le società*, in *Dir. fall.*, 2006, I, pp. 781 ss. Radicalmente contraria la tesi di FERRI jr (espressa in *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, pp. 762 ss., in *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell’economia?*, a cura di Guaccero e Maugeri, Milano, 2014, pp. 25 ss., poi in *Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi*, in *Diritto societario e crisi d’impresa*, a cura di Tombari, Torino, 2014, pp. 95 ss., e da ultimo in *Il ruolo dei soci nella ristrutturazione finanziaria dell’impresa alla luce di una recente proposta di direttiva europea*, in *Dir. fall.*, 2018, pp. 532 ss.) che, negando in modo assoluto ogni obbligatoria sottoposizione alla collettività dei soci in ragione della loro prevedibile e sistematica contrarietà, sostiene come il concordato sia “un titolo giuridico di per sé sufficiente ad assicurarne la completa esecuzione, la produzione cioè della totalità degli effetti delle operazioni in essa prefigurate: indipendentemente allora da qualsiasi intervento da parte di altri soggetti e, in particolare, dei soci” (*La struttura*, p. 32). Nello stesso senso ma con esclusivo riguardo al piano di concordato preventivo con liquidazione ex art. 186-bis della l.f., CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO – OSSERVATORIO SOCIETÀ, *Fusione e scissione di società in concordato preventivo con liquidazione*, Massi ma 50 del 2015.

Anche volendo non considerare quest'ultima tesi – come la lettera della legge suggerirebbe – rimane in ogni caso che (almeno) una competenza dell'assemblea sussiste e tanto vale a sconfessare la portata della presunta cessazione delle funzioni di cui al citato art. 200 della l.f.⁽¹³⁾

Tanto più se si considera, *a contrario*, che ove il legislatore abbia voluto negare in radice ogni ruolo dell'organo assembleare l'ha fatto in modo esplicito senza far salvo alcunché: nella procedura di amministrazione straordinaria c.d. *speciale* di cui al d.l. n. 347 del 2003 non vi sono infatti dubbi che la proposta e la successiva esecuzione del concordato siano di esclusiva competenza del commissario straordinario.⁽¹⁴⁾

2.3. La speciale disciplina bancaria

Da ultimo, pur rappresentando una disciplina speciale, “*non può non influenzare l'interprete*” l'interpretazione delle disposizioni contenute nel testo unico bancario, che della liquidazione coatta amministrativa ne costituiscono di certo l'esempio più paradigmatico.⁽¹⁵⁾ Ed infatti, anche la “cessazione delle funzioni” degli “*organi amministrativi, di controllo e assembleari*” previste dall'art. 80 del t.u.b. è, a ben vedere, prevista con salvezza sia della competenza a deliberare la proposta di concordato di liquidazione – competenza che in forza del rinvio operato dall'art. 93 è sempre quella prevista dall'art. 152 della l.f. e cioè, se espressamente prevista dallo statuto, assembleare – sia di quella a deliberare le modifiche all'oggetto sociale in seguito alla revoca della *licenza bancaria*, competenza che, in linea con la disciplina generale societaria, è espressamente attribuita dall'art. 94 all'assemblea, su convocazione del commissario. Del resto, anche per la speciale procedura di amministrazione straordinaria delle banche, pur prevedendo l'art. 70 del t.u.b. in via generale che “*le funzioni delle assemblee ... sono sospese per effetto del provvedimento*” poi fa subito salvo il potere del commissario di convocare l'assemblea medesima con un “*ordine del giorno ... stabilito in via esclusiva dai commissari e non modificabile dall'organo convocato*”.⁽¹⁶⁻¹⁷⁾ Ed esempio tipizzato di intervento assembleare è offerto dall'art. 77-bis del t.u.b., che nel delineare una disciplina

⁽¹³⁾ La stessa conclusione poteva essere sostenuta anche – anzi: *a fortiori* – in base al previgente testo dell'art. 152 della l.f. (*ante* d.lgs. n. 5 del 2006) per il quale la proposta era di competenza degli amministratori previa inderogabile deliberazione, per le società azionaria, dell'assemblea straordinaria. Sul punto si veda BONSIGNORI, *Commento*, p. 138.

⁽¹⁴⁾ BELTRAMI, Sub Art. 4-bis, in *La legge Marzano. Commentario*, a cura di Castagnola e Sacchi, Torino, 2006, pp. 142ss.; GUERRERA (e MALTONI), *Concordati*, p. 34.

⁽¹⁵⁾ Così GIORGI, «*Cessazione delle funzioni*», p. 483, che attribuisce particolare significatività alla liquidazione delle banche per la maggior ponderatezza in sede di adozione della relativa disciplina: “*Se la norma dell'art. 200 della legge fallimentare, quindi, poteva dirsi frutto di una svista del legislatore e della ben nota fretta con la quale il testo legislativo fu compilato, non altrettanto vale per la normativa bancaria, ove il legislatore certamente si è posto il problema*”. Per una menzione anche alla sospensione delle funzioni dell'organo assembleare nella abrogata procedura di gestione provvisoria *ex art. 76* del testo unico bancario si vedano pp. 473-474.

⁽¹⁶⁾ Per notazioni di dettaglio sul funzionamento degli organi sociali nelle procedure di amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa delle banche si rimanda a GIORGI, «*Cessazione delle funzioni*», pp. 474 ss.; ID., *Commento*, pp. 998 ss.

⁽¹⁷⁾ In modo del tutto speculare, le medesime competenze dell'assemblea sono previste per le imprese di assicurazione sottoposte ad amministrazione straordinaria (*ex art. 231*, comma terzo) e a liquidazione coatta amministrativa (artt. 245, comma quarto, 262, comma primo, e 263, comma secondo, del d.lgs. n. 209 del 2005, codice delle assicurazioni private). Per notazioni di dettaglio sul funzionamento degli organi sociali nelle procedure concorsuali previste dall'abrogata legge 576 del 1982 sulla “*Programmazione della politica assicurativa nazionale*” si rimanda a GIORGI, «*Cessazione delle funzioni*», p. 474.

parzialmente speciale per gli aumenti del capitale “*finalizzati a ripristinare l’adeguatezza patrimoniale*” della banca in amministrazione straordinaria (o nei confronti della quale sia stata adottata una misura di intervento precoce) ne attribuisce la competenza deliberativa proprio all’assemblea, peraltro in coerenza con la prassi dominante prima dell’introduzione nel t.u.b. dell’art. in parola ad opera del d.l. n. 181 del 2015.⁽¹⁸⁾

2.4. Due unica giurisprudenziali: la scissione della Dirpa e la fusione della Sèleco

Inoltre, fra i rari casi editi in cui la competenza dell’assemblea di una società in amministrazione straordinaria è finita, seppur incidentalmente, all’attenzione della giurisprudenza sembrerebbero emergere indicazioni nel senso della non cessazione delle funzioni.

In un primo caso, pure citato nella massima,⁽¹⁹⁾ non vi è stata espressa statuizione del giudice sull’impugnazione della deliberazione adottata dall’assemblea di una società cooperativa in amministrazione straordinaria che approvava il progetto di scissione, essendo stata ritenuta assorbente la portata sanante della iscrizione dell’atto di scissione *ex art. 2504-quater* cod. civ., tuttavia nessun rilievo critico su tale approvazione è stato mosso nella motivazione al provvedimento ed anzi, in un commento si legge proprio come essa sia stata “*un esempio di utilità dell’intervento assembleare durante il tempo di amministrazione straordinaria per realizzare una ristrutturazione dell’impresa e dell’azienda, in conformità all’eventuale programma del commissario straordinario, il quale ha certamente convocato l’assemblea, avendone il potere*”.⁽²⁰⁾ Analogamente, nel secondo caso riguardante la fusione fra due società in amministrazione straordinaria, la scelta del commissario fu sempre quella di far sì che si celebrassero le due assemblee straordinarie per l’approvazione del progetto di fusione oltre che della situazione patrimoniale rappresentata dal bilancio d’esercizio, senza che ciò destasse alcuna particolare attenzione del giudice delegato, nel cui provvedimento pure si discorre con dovizia di particolari della ricostruzione fattuale della vicenda.⁽²¹⁾

⁽¹⁸⁾ E si vedano a tal fine gli aumenti di capitale deliberati, su convocazione commissariale, dalle assemblee della Banca di Credito dei Farmacisti nel 2011, della Banca popolare di Spoleto nel 2014, della Cassa di Risparmio della Provincia di Teramo nel 2014, della Cassa di Risparmio di Ferrara nel 2015 della Cassa di Risparmio di Loreto nel 2015.

⁽¹⁹⁾ Trib. Roma, sez. impresa, 7 luglio 2015, *Toto S.p.A. Costruzioni Generali c. Dirpa S.c. a r.l.*, con nota di SALAFIA, *Deliberazione assembleare di scissione parziale in società soggetta ad amministrazione straordinaria*, in *Le Società*, 10, 2015, p. 1101.

⁽²⁰⁾ SALAFIA, *Deliberazione*, pp. 1103-1104.

⁽²¹⁾ Trib. Monza, 15 aprile 2008, *Formenti Seleco Brionvega S.p.A. in a.s. c. Finanziaria Elettronica S.p.A. in a.s.*, in *Il caso.it*. Si legge infatti in motivazione che “*nel caso dell’a.s., si pone, semmai, il problema del necessario coinvolgimento dell’assemblea straordinaria delle società nella fase deliberativa, dal momento che la pendenza della procedura non risulta idonea ad incidere sugli organi della società comportandone la cessazione dalle funzioni. Nella specie, tuttavia, occorre rilevare come in realtà la fusione fosse stata programmata addirittura prima dell’assoggettamento della Finanziaria Elettronica S.p.A. alla procedura di a.s., ed anzi come quest’ultima si sia originata unicamente per il mancato accordo in merito alla suddetta fusione, nonostante l’assemblea della Finanziaria Elettronica S.p.A. avesse già deliberato in senso favorevole*”. Il mancato accordo cui si fa riferimento è relativo proprio al fatto che l’assemblea dell’altra società partecipante alla fusione – la Sèleco, già sottoposta ad amministrazione straordinaria – andò deserta (“*il progetto ... era fallito per il rifiuto dei soci della Formenti Seleco S.p.A.*”). La ricostruzione fatta dal Tribunale di Monza – ed in particolare la circostanza per cui l’assemblea della Sèleco fu convocata per deliberare l’approvazione del progetto di fusione ma andò deserta – trova fedele riscontro, fra l’altro, nella relazione alla fusione presentata al Ministero dello Sviluppo Economico dal commissario straordinario.

3. Materie oggetto di competenza

In conclusione, una volta chiarito come sembrerebbe possibile sostenere che l'organo assembleare non cessi davvero le sue funzioni e neppure si estingua bensì abbia (meno invasivamente) l'esercizio delle proprie funzioni sospeso, può procedersi a ragionare nel senso dell'configurabilità di sue competenze implicite.

Per iniziare dall'oggetto delle competenze che la massima sostiene sussistenti, può osservarsi come essa si concentri essenzialmente proprio su quelle competenze che rappresentano l'intersezione fra disciplina societaria e fallimentare, ossia il fenomeno delle operazioni straordinarie nel contesto di una crisi d'impresa,⁽²²⁾ e cioè proprio quelle “*previsioni di ricapitalizzazione dell'impresa e di mutamento degli assetti imprenditoriali*” che per l'art. 56 possono costituire oggetto del programma ex art. 54, di cui il commissario, come anticipato sopra, ne ha tutti i poteri d'attuazione.⁽²³⁾

Quanto, invece, all'approvazione del bilancio d'esercizio da parte dell'assemblea della Sèleco quale situazione patrimoniale ai fini della fusione, si apprende dal verbale di assemblea straordinaria della Finanziaria Elettronica (a rogito professor Piergaetano Marchetti, notaio in Milano, in data 25 ottobre 2005, numero 16247/5797 di repertorio) che l'assemblea della Sèleco approvò il bilancio in data 7 giugno 2005, momento in cui la società era già in amministrazione straordinaria (l'apertura della procedura avvenne con decreto del Tribunale di Monza del 2 febbraio 2005, come si apprende, fra l'altro, dal decreto del Ministero delle Attività Produttive del 13 febbraio 2006). È poi di particolare interesse anche il prosieguo della vicenda: si apprende dal verbale di assemblea straordinaria della Sèleco (a rogito dottoressa Concetta Palmieri, notaio in Santa Maria Capua Vetere, in data 27 maggio 2008, numero 229589/25119 di repertorio) come, nonostante l'iniziale riluttanza dei soci che fece andare deserta l'assemblea convocata in precedenza, la scelta del commissario straordinario fu quella di insistere con il passaggio assembleare, convocando e presiedendo l'assemblea che, per l'appunto, nel 2008 approvò il progetto di fusione, stipulando in seguito quale unico componente – cioè come commissario straordinario non solo della Sèleco ma anche della Finanziaria Elettronica, nelle more anch'essa sottoposta ad amministrazione straordinaria – l'atto di fusione (a rogito sempre di quest'ultimo notaio, in data 8 gennaio 2009, numero 231573/26478 di repertorio). La consultazione dei documenti citati in questa nota è stata resa possibile grazie alla grande cortesia del commissario straordinario delle due procedure, il professor Francesco Fimmanò.

⁽²²⁾ L'attenzione dei cultori della materia commercialistica e fallimentaristica alle operazioni in parola è in particolar modo aumentata con l'abbandono, coevo alla riforma organica del diritto societario del 2003, della regola per cui “*La partecipazione alla fusione non è consentita alle società sottoposte a procedure concorsuali*” (art. 2501, comma secondo, del codice civile ante riforma) in favore delle limitazioni del divieto alle sole “*società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo*” (art. 2501, comma secondo, del codice civile vigente). Per un inquadramento generalissimo delle operazioni straordinarie nel contesto della crisi d'impresa si veda, per tutti, CALANDRA BUONAURA, *La gestione*, § 6 (pp. 2615 ss.); per una recente rassegna della voluminosa dottrina formatasi sui più generali “*problemi giuridici del diritto «concorsual-societario»*” si veda VANETTI, *Operazioni straordinarie nelle crisi d'impresa: sono possibili scissioni e conferimenti negativi?*, in *Crisi d'impresa e insolvenza*, 24 settembre 2018, p. 3, disponibile all'indirizzo “www.ilcaso.it”.

⁽²³⁾ Varrebbe anche a tal proposito, *mutatis mutandis*, quello che FERRI jr (*La struttura*, p. 32, citato in nt. 11) ha sostenuto a proposito dei concordati, fallimentare e preventivo, e cioè che l'omologazione del concordato (qui l'approvazione ministeriale del programma) rappresenta “*un titolo giuridico di per sé sufficiente ad assicurarne la completa esecuzione, la produzione cioè della totalità degli effetti delle operazioni in essa prefigurate: indipendentemente allora da qualsiasi intervento da parte di altri soggetti e, in particolare, dei soci*”. Seppur con riferimento al concordato, proprio per questo genere di materie – le operazioni con “*conseguenze devolutive*” cioè – è stata sostenuta la “*legittimità di una 'rimessione ai soci' della decisione in ordine al contenuto della soluzione negoziale della crisi o dell'insolvenza o, quanto meno, di un 'interpello' dell'assemblea, volto a ricevere istruzioni o raccomandazioni in ordine alla modalità di soluzione della crisi*” in GUERRERA, *Le competenze*, p. 1131.

4. Finalità pratiche della competenza. Distinzione dai casi tipizzati di deliberazioni consultive fondati sul prototipo della società diffusa

Pur non mettendo in discussione tale pienezza dei poteri dell'organo commissariale, il senso e soprattutto l'utilità di un pronunciamento assembleare si ravvisano allora proprio nell'incidenza di simili operazioni di "ricapitalizzazione" o "mutamento degli assetti imprenditoriali" – si pensi ai casi estremi di aumenti del capitale con esclusione del diritto d'opzione o più in generale di operazioni il cui effetto sia l'assegnazione di azioni a terzi non soci – nella sfera patrimoniale dei soci della società debitrice i quali potrebbero reagire all'atto di liquidazione compiuto solitariamente dal commissario sperando l'azione di impugnazione avverso l'atto di liquidazione *ex art. 65*.⁽²⁴⁾

Al fine di stemperare il rischio di simili impugnazioni, la massima riconosce quindi il potere del commissario di convocare l'assemblea per una deliberazione consultiva e, specularmente, la competenza implicita dell'assemblea a deliberare sul consulto medesimo, che in ogni caso sarà privo di ogni effetto vincolante nei confronti del commissario, al quale pertanto rimarrà impregiudicata la libertà di procedere con l'esecuzione dell'operazione nel caso questo fosse negativo così come di non procedere nel caso fosse positivo, e ciò in ragione della sua perdurante e totale responsabilità.⁽²⁵⁾ E l'assenza di effetti vincolanti si avrà anche con riguardo ai singoli soci i quali, anche in caso di votazione favorevole, a rigore, non vedranno consumato il loro potere di successiva impugnazione *ex art. 65*:⁽²⁶⁾ tutt'al più potrebbe darsi il caso di un'attenuazione della responsabilità commissariale nel caso egli abbia prudentemente saggiato la volontà dei soci pur non essendovi obbligato, e ciò in modo coerente a quell'interpretazione della (sotto questo punto di vista) analoga autorizzazione *ex art. 2364*, numero 5, cod. civ. per

⁽²⁴⁾ Sulla degradazione della competenza dei soci a deliberare simili operazioni nel loro mero potere di impugnazione dell'atto liquidatorio compiuto, in fase concorsuale, dal commissario nell'interesse principale dei creditori valgono, anche qui *mutatis mutandis*, le parole di FERRI jr, *La struttura*, p. 41: "Costituisce l'espressione di un'altra inversione, quella cioè della configurazione normativa del rapporto tra gli interessi dei soci e quelli dei creditori, vale a dire delle rilevanza giuridica riconosciuta agli interessi dei primi rispetto a quelli dei secondi: se, infatti, la disciplina societaria mostra di considerare sistematicamente prevalente l'interesse positivo dei soci ... nella disciplina concorsuale, invece, è l'interesse positivo dei creditori a massimizzare la misura della loro soddisfazione a prevalere", ove si adducono come chiari esempi di una simile inversione, da un lato, il potere dei soci di deliberare a maggioranza operazioni di riduzione reale del capitale sociale, fusione o scissione facendo salvo il potere ai creditori di opporsi e, dall'altro, il potere dei creditori di approvare a maggioranza una proposta di concordato facendo salvo il potere del singolo socio di opporsi all'omologazione del concordato stesso.

⁽²⁵⁾ Discorrendo in generale sulla materia concorsuale, si esprimono esattamente in tal senso, seppur ricostruendo la devoluzione assembleare nel senso dell'obbligo degli amministratori e non già della mera opportunità, ABADESSA e MIRONE, *Le competenze*, p. 320: "anche nel caso di competenze organizzative radicate in capo agli amministratori, non si può escludere che sussista in determinati casi ... un dovere degli amministratori di sottoporre la decisione all'esame dell'assemblea al fine di informare i soci e sollecitare eventuali raccomandazioni non vincolanti".

⁽²⁶⁾ Sulla possibilità o meno di invocare il generale divieto di *venire contra factum proprium* da parte dell'amministratore (nel caso di specie: commissario) opponendolo al socio, prima favorevole in sede di deliberazione consultiva e poi impugnante, si vedano, in senso favorevole, MAFFEZZONI, *Sub Art. 2364 cod. civ.*, in *Assemblea* a cura di Picciau, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, Milano, 2008, p. 23 (per la quale non vi sarebbe la possibilità di invocare una giusta causa di revoca per il compimento di operazioni preventivamente valutate in modo positivo), e, in senso contrario, TINA, *L'esonero della responsabilità degli amministratori di S.p.A.*, Milano, 2008, pp. 194 ss.

la quale sarebbe addebitabile all'amministratore una meno severa responsabilità nel caso in cui egli abbia agito in forza di una autorizzazione assembleare.⁽²⁷⁾

Con particolare riguardo al contesto dell'amministrazione straordinaria è quindi da respingersi la generalizzata “*delimitazione 'tipologica'*” che l'unico saggio dedicato interamente alle delibere consultive opera: prendendo le mosse da casi sì tipizzati ma ai nostri fini poco significativi – eppur citati anche dalla massima – del voto consultivo sulle politiche di remunerazione del *top management* di società quotate *ex art. 123-ter*, comma sesto, del t.u.f. e nell'ambito delle operazioni con parti correlate ai sensi del regolamento Consob in materia, è stato sostenuto che “*la pronuncia assembleare in esame – quella consultiva – risulti congrua essenzialmente ad un assetto di potere contraddistinto dall'esistenza di un ufficio gestorio fortemente specializzato e da una compagine sociale altamente frammentata*”.⁽²⁸⁾ Nel caso di specie, invece, come si è visto la desiderabilità da parte del commissario a richiedere il consulto assembleare ha fonte in tutt'altra esigenza rispetto a quella di riallineare le possibili deviazioni dal perseguimento dell'interesse sociale nelle società a capitale diffuso e cioè quella di comporre l'interesse dell'efficiente (per i creditori) riorganizzazione della *grande* società debitrice – affidato per legge al commissario che ne avrebbe tutti i poteri per perseguire in autonomia – con quello della più o meno ristretta compagine sociale a vedersi mutati gli assetti proprietari con possibili significativi trasferimenti di ricchezza in favore dei creditori.

5. Definizione della fattispecie e inquadramento sistematico

In ogni caso, a differenza della competenza assembleare, però, la massima mostra di concepire quello del commissario non come potere implicito bensì come potere necessariamente avente riscontro in una esplicita previsione del programma *ex art. 56*, che delle competenze del commissario ne rappresenterebbe non solo la fonte ma anche il perimetro: secondo l'interpretazione del notariato fiorentino dell'art. 61, dunque, il commissario ha il potere di compiere “*tutte – e solo – le attività dirette all'esecuzione del programma autorizzato*”.

Egli potrà fare ricorso all'assemblea, quindi, in forza di una apposita modifica del programma già autorizzato oppure di una “*generica autorizzazione preventiva*” prevista *ab origine* nel programma medesimo e non già quale potere implicitamente discendente dalla generica previsione dell'operazione di riorganizzazione nel programma.

Tornando all'organo assembleare e venendo, infine, alla questione più controversa – quella sulla qualificazione della fattispecie – dopo aver ribadito l'estraneità col caso in parola dell'autorizzazione assembleare (v. nt. 4), non possono che nutrirsi dubbi anche con il caso affine della riserva dell'assemblea sulle deliberazioni c.d. *d'interesse primordiale*, cui talvolta si è fatta allusione.⁽²⁹⁾ Ricostruendo in massima sintesi i termini

⁽²⁷⁾ Per una ricostruzione delle principali opinioni espresse sul punto si rinvia a TUCCI, *Le competenze*, in Lener e Tucci, *Società per azioni. L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale* fondato da Buonocore e diretto da Costi, IV, 4.V, Torino, 2015, p. 34, nt. 52.

⁽²⁸⁾ MAUGERI, *Le deliberazioni*, p. 146. È per ciò solo smentita la notazione di MONTALENTI (in *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 335) per cui il caso della deliberazione consultiva prevista dal regolamento in materia di parti correlate (adottato con delibera della Consob 17221 del 12 marzo 2010) sarebbe un “*unicum*”.

⁽²⁹⁾ La motivazione della massima nel riferirsi al “*ricorso alla assemblea da parte degli amministratori su materie gestorie, quando lo statuto non lo preveda*” richiama in nota l'ipotesi della cessione dell'intera

di una complessa teoria dottrinale, non sembra essere questo il caso della rimessione all'assemblea per l'assunzione di quelle decisioni che *“pur ricadendo formalmente nella categoria degli atti di gestione, incidono gravemente su interessi e situazioni giuridiche che l'ordinamento azionario intesta alla collettività dei soci, in quanto volte ad alterare radicalmente la struttura patrimoniale ed organizzativa della società”* – rimessione che sarebbe *“non già una riserva naturale competenza in capo all'assemblea dei soci, ma bensì una regola di comportamento propria dell'organo amministrativo, tale da far ritenere doverosa sul piano obbligatorio la rimessione della decisione dei soci”* – e ciò per il fatto che un simile meccanismo devolutivo era fondato sulla competenza prevista dal vecchio (*ante* riforma del 2003) numero 4 dell'art. 2364 cod. civ., a mente del quale l'assemblea deliberava *“sugli altri oggetti attinenti alla gestione della società riservati alla sua competenza dall'atto costitutivo, o sottoposti al suo esame dagli amministratori”*. Nel ricalibrare il riparto di competenze fra organo assembleare e amministrativo, il legislatore della riforma, com'è noto, ha però tramutato il precedente potere degli amministratori di sottoporre all'assemblea *“oggetti attinenti alla gestione”* nella previsione statutaria – in quanto tale necessariamente esplicita – di autorizzazione assembleare, sicché, laddove questa manchi, non sembrerebbe esservi spazio per una pronuncia assembleare. Ma rappresenta ancor di più un tratto discretivo fra la competenza decisionale sulle deliberazioni *d'interesse primordiale* e quella sulle deliberazioni consultive la circostanza per cui in questo secondo caso – ossia l'assenza di ogni effetto vincolate in negativo allorché il consulto risulti negativo – manca l'intero apparato dei rimedi che, con riguardo alle prime, la dottrina ne aveva invece ipotizzato la sussistenza.
(30)

Tuttavia, è proprio la teoria delle deliberazioni *d'interesse primordiale* a essere quella più prossima alla competenza che qui rileva: venuta meno con la riforma del 2003 la fondatezza di una devoluzione volontaria da parte degli amministratori alla decisione assembleare, è stato notato come un possibile modo per far avere cognizione alla compagine sociale di scelte gestorie fondamentali sarebbe proprio l' *“obbligo di informare preventivamente l'assemblea e raccoglierne eventuali opinioni o raccomandazioni le quali, pur non in sé vincolanti, potrebbero essere disattese solo con*

azienda sociale, specificando che per le S.r.l. il *“passaggio assembleare”* sarebbe imposto dall'art. 2479, numero 5, cod. civ. e lasciando quindi intendere – in ragione della dottrina ivi citata: Maugeri, Mirone e, *contra*, Tassinari – che nelle S.p.A. se non altro esso sarebbe lecito, e ciò proprio in forza della tesi dottrinale della competenza deliberativa sulle operazioni *d'interesse primordiale*. Anche GUERRERA (in *Le competenze*, p. 1131), nel sostenere la *“legittimità di una ‘rimessione ai soci’ della decisione ... o quanto meno di un ‘interpello’ all'assemblea, volto a ricever istruzioni o raccomandazioni in ordine alla modalità di soluzione della crisi”*, cita in nt. 38 proprio il *“problema del riparto delle competenze, in relazione alle operazioni di gestione straordinaria c.d. d'interesse primordiale”* rinviando a ABBADESSA e MIRONE, *Le competenze*, pp. 301 ss., e PORTALE, *Rapporti*, pp. 3 ss.

(30) Così ABBADESSA e MIRONE, *Le competenze*, p. 301 (ove le due citazioni nel testo), 305 (sulla portata della riscrittura del catalogo delle competenze assembleari introdotta dalla riforma) e 307 (sui rimedi di tipo reale e obbligatori); conformemente CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenza dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, p. 136. Per una ricostruzione generale della competenza assembleare sulle deliberazioni *d'interesse primordiale* si rinvia, per tutti, al classico contributo trattatistico di ABBADESSA, *L'assemblea: le competenze*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 3*, *Assemblea*, a cura di Abbadessa, Serra, Sacchi, Jaeger e Rescio, Torino, 1994, pp. 21 ss., nonché al più recente di MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella S.p.A.*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 406 ss.

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

deliberazione adeguatamente motivata”;⁽³¹⁾ in altre parole, nel vigente sistema delle competenze dell’organo assembleare, esso sarebbe – implicitamente e permanentemente – competente a pronunciarsi sul consulto in eventualità richiesto dall’organo amministrativo (nel caso di specie dal commissario) se non altro perché vietare un simile “*meccanismo di raccordo fra i due organi ... non risponderebbe ad alcuna esigenza meritevole di tutela*”.⁽³²⁾

Volgendo quindi l’attenzione all’inquadramento sistematico della fattispecie delle deliberazioni consultive, non sembrano esservi ormai più dubbi sulla piena riconducibilità al fenomeno deliberativo assembleare, in passato sollevati sulla scorta di argomentazioni fondate sulla visione provvedimentale delle deliberazioni degli organi di un ente, propria della scienza amministrativistica, oppure sulla visione esclusivamente negoziale e non procedimentale propugnata da taluni autori.⁽³³⁾

⁽³¹⁾ Così MAUGERI, *Considerazioni*, p. 408 (e spec. nt. 233, ove riferimenti alla dottrina concorde: Abriani, Libertini, Tina e Tucci), posizione poi ribadita in *Le deliberazioni*, pp. 159 e, con particolare riguardo alle società *chiuse*, 160 (spec. nt. 71, ove ulteriori riferimenti ad altra dottrina concorde: Montagnani, Montalenti e Petrazzini). Esattamente nello stesso senso ABBADESSA e MIRONE, *Le competenze*, p. 288: “... non impedisce una convocazione avente per oggetto l’esame e la discussione di argomenti gestionali, nella cui seduta i soci potranno anche approvare raccomandazioni e pareri non vincolanti” (e spec. nt. 56, ove riferimenti ad altri autori concordi: Cerrato, Colombo e Maffezzoni) intendendosi per argomenti gestionali le “operazioni gestionali di particolare rilievo, tali da alterare radicalmente la struttura industriale e finanziaria dell’impresa o da determinare rischi economici atipici ed assolutamente straordinari” (p. 287). Anche concorde, seppur dando al consulto assembleare la sfumatura del ruolo di arbitraggio per comporre divisioni interne al consiglio d’amministrazione, RESCIO, *L’assemblea e le decisioni dei soci*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, a cura di Rossi, Milano, 2003, pp. 89, 96.

⁽³²⁾ ABBADESSA e MIRONE, *Le competenze*, pp. 288-289. Nello stesso senso, da ultimi, LIBERTINI, MIRONE e SANFILIPPO, commento Sub. Art. 2364 cod. civ., in *L’assemblea di società per azioni. Artt. 2363-2379-ter cod. civ.*, Milano, 2016, p. 31. È appena il caso di notare come l’unico argomento che militerebbe nel senso opposto, cioè quello di negare la competenza consultiva, sarebbe quello strettamente letterale, per il quale si arriverebbe a ritenere tassativo il catalogo di competenze dettato dall’art. 2364 cod. civ. (per la generalissima regola della tassatività presunta nelle elencazioni contenute nei testi di legge non si può che rinviare a TARELLO, *L’interpretazione della legge*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da Cicu e Messineo e continuato da Mengoni, I, 2, Milano, 1980, p. 134). L’argomentazione in parola non risulta esser stata sostenuta da alcun autore al fine di confutare in modo diretto la tesi della competenza consultiva implicita; fra chi ha sostenuto, invece, più in generale il principio di assoluta rigidità nella ripartizione delle competenze degli organi sociali si rinvia, per tutti, allo stesso ABBADESSA, *L’assemblea*, pp. 45 ss., ove anche riferimenti bibliografici, e LIBONATI, *Assemblea e patti parasociali*, in ID., *Scritti giuridici*, Milano, 2013, I, p. 340; tale rigidità emerge anche con innegabile nitore dai lavori preparatori alla riforma: si veda il passaggio della relazione al decreto delegato apparsa in *Riv. soc.*, 2003, p. 122. Critica l’uso della tassatività delle competenze assembleari quale argomento per negare l’ammissibilità della competenza per le deliberazioni consultive – ritenendola una “sopravalutazione di una omissione normativa” – MAUGERI, *Le deliberazioni*, p. 159.

⁽³³⁾ Si rinvia, per tutti, alla ricostruzione di MAUGERI, *Le deliberazioni*, pp. 152 ss., spec. nt. 7 (ove l’esposizione della tesi *amministrativistica*), 36 e 41 (ove la rassegna delle posizioni dottrinali contrarie alla qualificazione del consulto assembleare quale forma deliberativa, fra le quali, in particolare modo, quella di BERTOLOTTI, *Le competenze*, in *Assemblea e amministratori*, a cura di Cavalli, in *Nuova giur. civ. comm.*, fondata da Bigiavi e diretta da Alpa *et al.*, Torino, 2013, 3, pp. 30 ss.) e 38, 39 e 40 (ove la rassegna delle posizioni dottrinali favorevoli: Abbadessa, Cottino e Guizzi). In sintesi, i due argomenti maggiormente significativi che militano nel senso della riconducibilità al fenomeno deliberativo dei consulto assembleari, sarebbero quello per cui ha luogo ogni singola fase del procedimento assembleare *ordinario*, senza alcuna deroga, nonché quello letterale per cui nel caso in cui il legislatore ha disciplinato la competenza consultiva dell’assemblea all’art. 123-ter del t.u.f. – ma anche la Consob all’art. 6, lett. b, del regolamento in materia di operazioni con parti correlate – non a caso ha impiegato il termine “deliberazione”.

5.1. Il sistema delle impugnazioni

E si badi che la questione non è solo terminologica giacché la più evidente ricaduta, in punto di disciplina, di un simile inquadramento sarebbe l'applicabilità del sistema delle impugnazioni di cui agli articoli 2377, 2378 e 2379 cod. civ.⁽³⁴⁾ La questione, pur relevantissima in via generale, con particolare riguardo all'amministrazione straordinaria viene a connotarsi di un interesse che è soltanto teorico data l'assenza di casi editi in cui, fra i già rari casi di concreto ricorso all'assemblea da parte del commissario, si sia dato il caso di una impugnazione della deliberazione consultiva da parte dei soci medesimi o del commissario, per il quale, una volta ammessa la competenza implicita assembleare, non sembrerebbe del tutto azzardato immaginare anche un corrispondente potere di impugnazione, se non altro per riprodurre il sistema di bilanciamento dei poteri che informa la legittimazione all'impugnazione in capo agli amministratori *ex comma primo dell'art. 2377 cod. civ.* Ad ogni modo, anche ove si negasse al socio la legittimazione all'impugnazione della deliberazione consultiva, questi probabilmente non rimarrebbe del tutto privo di alcun rimedio giacché sarebbe comunque salvo il potere di impugnativa dell'atto di liquidazione *ex art. 65*, cui il parere inerisce e del quale ne rappresenta atto prodromo lungo l'ideale sequenza procedimentale, e ciò peraltro in piena coerenza con la tesi di chi ha escluso l'autonoma impugnabilità della deliberazione consultiva in quanto non avente autonoma natura provvedimentale.

5.2. Gli effetti della non osservanza del consulto

Parimenti teorico è l'interesse che suscita la centrale questione sui profili effettuali delle deliberazioni consultive allorché la si declini nel contesto dell'amministrazione straordinaria: pur nella pacifica non vincolatività, è stato sostenuto come la decisione dell'organo amministrativo di disattendere l'esito, sia esso positivo sia negativo, non solo *“possa assumere un rilievo nella valutazione in ordine all'accertamento della diligente condotta degli amministratori, nel senso che gli oneri probatori a carico degli amministratori, in tale circostanza, potrebbero aggravarsi – o alleggerirsi – sul piano processuale”* ma anche che debba essere assistita da un onere di ragionevole motivazione a pena di offrire all'assemblea una giusta causa di revoca.⁽³⁵⁾

Ci si dovrebbe allora chiedere che cosa resta della responsabilità *aggravata* degli amministratori che disattendano il parere assembleare e della giusta causa di loro revoca

⁽³⁴⁾ In aggiunta alle posizioni genericamente contrarie di cui alla precedente nota, si veda anche, con particolare riguardo all'applicabilità della disciplina delle impugnazioni seppur a proposito delle deliberazioni del collegio sindacale, LIBERTINI, *Sub. Art. 2404 cod. civ.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società* diretto da d'Alessandro, II.2, Padova, 2011, p. 253, per il quale *“un problema di validità può porsi per i soli atti del collegio che assumano natura provvedimentale, positiva o negativa: non per gli atti ricognitivi o meramente istruttori, né per i pareri, che, se irregolari, possono divenire causa di invalidità dell'atto definitivo adottato da un altro organo”* (citato, fra l'altro, in STELLA RICHTER jr, *Prime luci sul mistero della invalidità delle deliberazioni del collegio sindacale*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1094). Espressamente nel senso dell'ammissibilità dell'azione di impugnazione avverso questo genere di deliberazioni LIBERTINI, MIRONE e SANFILIPPO, *Commento*, p. 33.

⁽³⁵⁾ Così ABBADESSA e MIRONE, *Le competenze*, p. 290 (spec. nt. 58-59 ove la critica alla contraria tesi sostenuta da TINA in *L'esonero*, pp. 273 ss.); MAUGERI, *Le deliberazioni*, p. 155 (spec. nt. 48 ove si adducono a sostegno della tesi dell'onere di motivazione l'ormai consolidato orientamento della dottrina amministrativistica nonché quello dei commentatori alla già citata disposizione del t.u.f. in materia di deliberazione consultiva sulle politiche di remunerazione nelle società quotate); in senso dubitativo, seppur a riguardo del caso delle operazioni con parti correlate, MONTALENTI, *Le operazioni*, p. 335.

ORIENTAMENTI NOTARILI COMMENTATI IN MATERIA DI DIRITTO SOCIETARIO

una volta che a non prestare osservanza sia un commissario che pacificamente dall'assemblea non può essere revocato né contro il quale da questa può essere promossa un'azione di responsabilità.

La questione è, anche qui, del tutto inedita, in ogni caso può senz'altro dirsi che la soluzione proposta dalla massima nel senso della revocabilità d'ufficio del commissario da parte ministeriale *ex art. 43*, nel caso di “*mancato e magari reiterato*” rispetto del parere assembleare, non può che suscitare qualche dubbio per l'esorbitanza del rimedio rispetto alla condotta.

Del pari esorbitante, infine, sembrerebbe essere l'azione di responsabilità esercitata dal nuovo commissario in sostituzione del (e contro il) precedente fondata unicamente sull'addebito della non osservanza del parere assembleare;⁽³⁶⁾ come sostenuto per il contesto non concorsuale, allora, questa si limiterebbe tutt'al più ad aggravarne gli oneri probatori.

⁽³⁶⁾ L'azione di responsabilità in parola avrebbe fonte nell'art. 199 della l.f. dettato a proposito della responsabilità del commissario liquidatore nella procedura di liquidazione coatta amministrativa (e riproduttivo della disposizione in materia di responsabilità del curatore) ed applicabile al commissario straordinario in forza della già citata clausola di rinvio generale di cui all'art. 36.

*Commento all'Orientamento numero 71 del 2018 dell'Osservatorio Società del
Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato*

CANONI INTERPRETATIVI DEGLI STATUTI SOCIETARI E PREVISIONI STATUTARIE AL RIGUARDO

MATTEO BERTI

L'ORIENTAMENTO

La Massima

E' legittima l'introduzione nello statuto di una società di capitali di clausole che dettino regole per la sua interpretazione basate su criteri ermeneutici che prescindano dall'indagine sulla comune intenzione delle parti e del loro comportamento dopo la conclusione del contratto, tali da limitare il processo interpretativo al testo statutario nel suo complesso avendo riguardo alla funzione delle sue clausole anche alla luce del criterio della "buona fede" con esclusione di eventuali elementi riferibili alla volontà storica dei soci e/o comunque "parasociali".

La Motivazione

Premessa

L'interpretazione degli statuti societari è argomento delicato fonte di notevoli difficoltà per gli operatori. La sostanziale incertezza circa le regole applicabili rende poco prevedibile il risultato di un eventuale giudizio e ciò non solo nei casi in cui lo statuto a) non dice nulla b) dice male c) si contraddice, ma anche quando le clausole siano ben confezionate. Infatti, al di là delle affermazioni di principio, nelle sentenze delle nostre corti vengono spesso in rilievo valutazioni "soggettive" tali da stravolgere il significato "oggettivo" delle regole statutarie quale risultante dal testo depositato nel Registro delle Imprese. Il tema dell'interpretazione degli statuti societari è tornato di recente di grande attualità in conseguenza di una sentenza in tema di maggioranze qualificate e loro modifica, cui è seguito un interessante approfondimento della dottrina che si è interrogata non solo sulla correttezza dei criteri interpretativi adottati dai giudici, ma anche sulle conseguenze dell'applicazione di tali criteri in tema di prevedibilità del giudicato e certezza del diritto.

L'interpretazione degli statuti nella dottrina

Una volta superata la risalente tesi “normativistica” per la quale lo statuto, in quanto regola di una persona giuridica, andrebbe letto quale insieme di norme di diritto oggettivo e quindi assoggettato alle regole interpretative applicabili alle Leggi, la dottrina si è da tempo orientata nel senso di applicare agli statuti sociali le regole dettate per l'interpretazione dei contratti dagli articoli 1362 e seguenti c.c., “ribaltando” però il tradizionale iter ritenuto doveroso per interpretare i contratti. Se nell'interpretazione dei contratti la tesi tradizionale ritiene si debba privilegiare un percorso che prevede: i) la verifica che di interpretazione vi sia bisogno alla luce del brocardo in claris non fit interpretatio; ii) l'applicazione, in primo luogo, dei criteri di interpretazione “soggettiva” di cui agli artt. da 1362 a 1366 c.c. e iii) solo nel caso in cui con i criteri “soggettivi” non si raggiunga un risultato soddisfacente, l'applicazione dei criteri di interpretazione “oggettiva” di cui agli artt. 1367 e seguenti c.c., nell'interpretazione degli statuti sociali, invece, la dottrina dominante ritiene che debbano essere privilegiati i criteri di interpretazione “oggettiva” che prescindono dall'indagine sulla comune intenzione delle parti, concentrandosi sulla formulazione del testo dello statuto “sganciata” dal dato contingente dei soci costituenti e della loro volontà, non potendosi attribuire alle clausole statutarie significati che, quand'anche condivisi dai soci fondatori, non risultino in concreto percepibili dai terzi che con lo statuto si confrontano. Nel diritto delle società il contratto, in quanto fenomeno negoziale ed espressione di volontà, risulta tendenzialmente ininfluenza sul significato organizzativo della società che in quanto ente personificato, i cui partecipanti sono per definizione mutabili, non può essere vincolato alla “comune intenzione” dei suoi soci storici di cui all'art. 1362 c.c. In sostanza, una volta sorto l'ente non è più possibile che l'interpretazione delle sue regole interne sia condizionata dalla volontà storica dei soci che le hanno approntate perché sono destinate a produrre i loro effetti verso una massa indistinta di soggetti presenti e futuri (nuovi soci, terzi che con la società si rapportano, finanziatori ecc.) che ne ignorano la genesi; non è, altresì, ritenuto possibile che le stesse regole vengano interpretate alla luce dei comportamenti tenuti dalle parti nel corso della vita della società che, in quanto tali non sono conoscibili dai terzi, né tantomeno che le stesse siano lette in maniera differente nei rapporti tra vecchi soci e nei rapporti con i nuovi soci. Dubbia è altresì, in linea di principio, la possibilità, pur autorevolmente sostenuta, di modificare l'approccio interpretativo in base alla caratterizzazione della società come “chiusa” o “aperta”. La valutazione dell'assetto organizzativo societario si deve esaurire nell'esame dello statuto sociale come cristallizzato con l'iscrizione nel registro delle imprese; ne consegue che i patti o gli usi parasociali “non sono di per sé in grado di contribuire all'interpretazione dello statuto delle società: poiché essi rilevano sul piano distinto e separato dei rapporti interindividuali tra i contraenti, sono quindi soggetti ai criteri di valutazione propri per tale tipo di rapporti, non potendo allora influire sul piano oggettivo in cui opera lo statuto”. Tutto questo non significa, ovviamente, ridurre l'interpretazione al solo dato letterale, ma utilizzare criteri ermeneutici che non ricorrano ad elementi volontaristici pur tenendo conto della funzione delle singole clausole e ferma restando l'applicazione del principio della “buona fede”.

L'interpretazione degli statuti nella giurisprudenza

A livello di affermazioni di principio la giurisprudenza, sia di merito che di legittimità, aderisce incondizionatamente alla dottrina dominante ed abbraccia convintamente la

teoria dell'interpretazione "oggettiva", salvo poi nelle motivazioni utilizzare con grande frequenza i criteri di interpretazione "soggettiva" ed andare alla ricerca della "comune volontà delle parti" in maniera quasi inconsapevole e, talvolta, inutile in quanto allo stesso risultato si sarebbe potuti pervenire anche applicando criteri del tutto "oggettivi". Come è stato giustamente notato "la propensione per una ricerca oggettiva è spesso dichiarata senza poi essere messa in pratica, ma si ricava l'impressione che è proprio la ricerca della volontà delle "parti", intesa come volontà effettiva e storica, ad avere un ruolo centrale nelle decisioni giudiziali", con la conseguenza che, per effetto di tale indagine (in teoria negata, ma nei fatti praticata), a clausole uguali seguono interpretazioni differenti creando confusione negli operatori (soprattutto stranieri) e compromettendo quella prevedibilità del giudizio che negli ordinamenti anglosassoni è vista come un valore da tutelare tanto che la stessa è divenuta una commodity: un valore che li rende più appetibili per gli investitori internazionali, mentre forse non è sufficientemente valorizzata da parte della nostra giurisprudenza.

Il quesito

Che il diritto delle società abbia bisogno di un rilevante grado di certezza è indubbio e, in quest'ottica, sembra fondamentale una buona dose di prevedibilità dell'output del processo interpretativo delle clausole statutarie, che assicuri l'individuazione dell'interpretazione corretta senza dover approfondire (sempre che ciò sia possibile) la volontà storica dei soci ed il loro comportamento successivo. Ci si è, quindi, chiesti se sia possibile inserire negli statuti sociali una regola di "interpretazione autentica" che "costringa" l'interprete ad attenersi a (e solo a) criteri di interpretazione "oggettiva" dichiarando espressamente inutilizzabile a tale fine tutto ciò che sia "parasociale" o comunque riferibile alla volontà storica dei fondatori o al comportamento tenuto dai soci nel corso degli anni. Scopo di una simile previsione sarebbe quello di assicurare ai soci ed ai terzi un certo grado di prevedibilità a priori dell'output interpretativo con rilevanti vantaggi sul piano della certezza dei rapporti sociali. Come è stato giustamente notato l'esigenza di un'interpretazione oggettiva e prevedibile degli statuti è sentita non solo dai terzi o dal mercato, ma anche e soprattutto dagli organi sociali che sono i primi a doverne applicare le regole e quindi a confrontarsi con le difficoltà di una incerta disciplina interpretativa; si pensi alle clausole sulla circolazione delle partecipazioni, al perimetro dell'oggetto sociale, alle maggioranze assembleari.

L'ammissibilità di clausole di interpretazione autentica

Il quesito che, a questo punto, ci si deve porre è: possono le parti fissare nel contratto stesso regole pattizie di interpretazione autentica?

La dottrina civilistica considera ammissibili clausole di interpretazione autentica ritenendo che l'esistenza di una disciplina legislativa circa l'interpretazione dei contratti "non implica che alle parti sia precluso fissare clausole "di protezione letterale" con le quali stabiliscano preventivamente regole convenzionali di interpretazione del contratto anche in deroga alle regole legali"; cosa che, a ben pensarci, avviene con significativa frequenza nella pratica quando, ad esempio, le parti premettono al contratto un prontuario di definizioni convenzionali, o quando negano valore alla fase precontrattuale o al loro comportamento complessivo o affermano la prevalenza di una clausola sulle altre o quando sottopongono il contratto ad un arbitro legato a regole ermeneutiche diverse da quelle del codice italiano "nei limiti in cui i contraenti beneficiano della

libertà di linguaggio, in quei limiti i contraenti possono condizionare l'interpretazione del negozio - la propria e quella del giudice-”.

Se è vero che “i canoni di interpretazione sono anzitutto regole giuridiche di condotta che hanno come destinatari gli stessi contraenti, di talché anche la disciplina dell'interpretazione riguarda il momento esecutivo del rapporto negoziale” non si vede perché le parti non possano disciplinare esse stesse tale porzione del loro accordo soprattutto se, come nel caso degli statuti sociali, tale accordo è destinato a durare nel tempo ed a vincolare un numero indefinito di soggetti che alla sua redazione non hanno partecipato, così come non hanno partecipato alle sue fasi esecutive antecedenti la loro adesione.

La proposta

Se quanto detto risulta convincente, deve allora ritenersi possibile inserire negli statuti sociali clausole di interpretazione autentica che precisino i confini del procedimento ermeneutico individuando nei soli canoni di interpretazione “oggettiva” come sopra definiti quelli utilizzabili e rifiutando qualsiasi interpretazione che tenda ad indagare “la comune intenzione delle parti” valutando “il loro comportamento complessivo anche posteriore alla conclusione del contratto” o i patti e gli usi “parasociali” intercorsi nel tempo. Sembra dunque ammissibile (e per certi aspetti auspicabile) introdurre nello statuto di una società di capitali una clausola che potrebbe avere il seguente tenore: “il presente statuto deve essere interpretato utilizzando criteri tali da limitare il processo ermeneutico al testo statutario nel suo complesso avendo riguardo alla funzione delle sue clausole anche alla luce del criterio delle “buona fede” secondo la lettura che dello stesso darebbe un soggetto terzo che della società non fa parte, senza che si possa far ricorso, nella sua interpretazione, alla volontà dei soci al momento dell'introduzione della clausola nello statuto stesso, al comportamento dei soci nel corso della vita della società, ai patti “parasociali” dagli stessi conclusi o al numero ed alle caratteristiche dei soci della stessa”.

IL COMMENTO

Sommario: 1. Introduzione – 2. L'origine del problema: i criteri ermeneutici per l'interpretazione degli statuti – 3. Le clausole c.d. di interpretazione autentica: l'interpretazione dei contratti – 4. Segue: le clausole di interpretazione autentica in ambito statutario – 5. Considerazioni e conclusioni.

1. Introduzione

Con l'orientamento n. 71/2018, il Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato ha ammesso la possibilità di prevedere, negli statuti delle società di capitali, clausole che vincolino l'interprete e, in particolare, il giudice, nel processo interpretativo delle relative disposizioni, imponendo di utilizzare unicamente criteri ermeneutici di natura oggettiva e, per contro, inibendo il ricorso ad ogni indagine e

valorizzazione della comune intenzione dei soci e del loro comportamento dopo la conclusione del contratto.

La massima in commento si inserisce in un contesto nel quale - a fronte di decisioni giurisprudenziali non sempre allineate - è progressivamente emersa l'esigenza che il contenuto precettivo degli statuti possieda in sé un «rilevante grado di certezza». Non è difficile comprendere, infatti, come l'incertezza con riferimento alla «prevedibilità dell'*output* del processo interpretativo delle clausole statutarie»⁽¹⁾ e, in particolare, delle clausole relative alla circolazione delle partecipazioni sociali, al perimetro dell'oggetto sociale o dei poteri oggetto di deleghe agli organi delegati e, infine, alle regole sulle maggioranze consiliari o assembleari, possa comportare rilevanti problematiche nell'operatività delle società e, più in generale, del mercato stesso.

Tale esigenza risulta, oggi, tanto mai urgente: nel contesto di un mercato globale, infatti, anche nelle società domestiche - tradizionalmente a carattere familiare - si assiste sempre più ad una composizione transnazionale delle compagini sociali per la presenza, in particolare, di operatori di origine anglosassone o, quantomeno, espressione di una cultura giuridica anglosassone. Come rilevato dall'autore che si è maggiormente dedicato ad un'analisi comparatistica sul tema⁽²⁾, nei sistemi di *common law* gli operatori percepiscono, infatti, con maggiore radicalità l'esigenza che l'attività interpretativa conduca a risultati prevedibili⁽³⁾, sicché risulta evidente come la possibilità di introdurre clausole di c.d. "interpretazione autentica" che - vincolando il giudice in caso di controversia a canoni interpretativi di natura squisitamente oggettiva - contribuiscano ad assicurare la certezza dei diritti incorporati nella partecipazione sociale, potrebbe essere oggetto di specifico apprezzamento proprio da parte degli investitori esteri, con possibili externalità positive in termini di *appeal* dell'ordinamento del nostro Paese⁽⁴⁾.

La medesima esigenza è percepita, forse con fin maggiore intensità, anche dagli organi sociali delle società i cui membri, prima ancora che i soci e i giudici, sono i principali soggetti chiamati ad interpretare lo statuto al fine di darne applicazione nell'operatività della società⁽⁵⁾, tanto nei rapporti endosocietari, quanto in quelli con i terzi e con il mercato.

⁽¹⁾ AA. VV., *Canoni interpretativi degli statuti societari e previsioni statuarie al riguardo*, in *Riv. not.*, fasc. 3, 2018.

⁽²⁾ MARCHETTI, *L'interpretazione degli statuti societari: la giurisprudenza italiana nel quadro del diritto comparato*, in *Riv. soc.*, fasc. 5, 2016.

⁽³⁾ Per una ricostruzione della preferenza dell'esperienza giuridica di *common law* per una ermeneutica contrattuale fondata su una prospettiva oggettiva, improntata alla «ricostruzione della comune intenzione delle parti quale traspare dalle parole adoperate dai contraenti così come comprese da un osservatore esterno calato nello stesso contesto - documentario, fattuale e commerciale - noto ad entrambe le parti», PETRUSO, *L'interpretazione del contratto secondo le corti superiori del Regno Unito*, in *Europa dir. priv.*, fasc. 1, 2016, pp. 95 ss.

⁽⁴⁾ Sul rapporto tra concorrenza tra ordinamenti e armonizzazione a livello europeo, in particolare nel settore del diritto societario, si rimanda a DI CATALDO, *Alla ricerca di una maggior concorrenza tra le imprese europee. Armonizzazione delle regole e concorrenza tra ordinamenti: due strumenti da combinare*, in *Riv. soc.*, fasc. 2-3, 2015, p. 374 ss.

⁽⁵⁾ MARCHETTI, *L'interpretazione degli statuti societari: la giurisprudenza italiana nel quadro del diritto comparato*, cit., p. 866.

2. L'origine del problema: i criteri ermeneutici per l'interpretazione degli statuti

La necessità di indagare l'ammissibilità nel nostro ordinamento di clausole statutarie quali quella in commento trae origine dalle plurime difficoltà che caratterizzano la ricostruzione dei canoni ermeneutici per l'interpretazione degli statuti.

Senza la pretesa di fornire una ricognizione esauriente su un argomento tanto ampio, in assenza di una specifica indicazione normativa, un orientamento risalente riconduceva l'interpretazione degli statuti ai criteri ermeneutici stabiliti per l'interpretazione della legge ⁽⁶⁾, anche in considerazione delle difficoltà riscontrabili nell'applicare le regole sull'interpretazione dei contratti - redatte avendo a mente la categoria dei contratti di scambio - ai negozi associativi.

L'orientamento ormai consolidato ritiene, viceversa, applicabili i criteri ermeneutici previsti in materia contrattuale, operando tuttavia un'inversione nell'ordine posto dal legislatore ⁽⁷⁾: nella materia statutaria, infatti, la dottrina tradizionale valorizza i criteri di interpretazione c.d. "oggettiva" ⁽⁸⁾ che, rispetto all'ordine stabilito dagli artt. 1362 cod. civ. ss., da sussidiari rispetto ai criteri "soggettivi" divengono i principali. Da ultima, anche la Corte di Cassazione, nelle poche occasioni in cui è stata chiamata a pronunciarsi sul tema ⁽⁹⁾, ha aderito incondizionatamente agli argomenti proposti dalla dottrina. In particolare, con un recente arresto in tema di *quorum* per la modificazione delle c.d. "clausole di salvaguardia" ⁽¹⁰⁾, la Suprema Corte ha valorizzato i criteri oggettivi dell'interpretazione funzionale e dell'interpretazione secondo buona fede ⁽¹¹⁾, inserendosi in una strada ormai approfonditamente battuta che interpreta la buona fede in termini proattivi ⁽¹²⁾, attribuendo al giudice il potere di intervenire per ristabilire l'equilibrio contrattuale e per tutelare il ragionevole affidamento ingenerato dalle dichiarazioni di una parte nei confronti delle proprie controparti.

Nonostante l'esistenza di un orientamento così granitico tanto in dottrina quanto nella giurisprudenza di legittimità, un'analisi delle decisioni delle corti di merito permette di scoprire come la difficoltà storicamente avvertita sull'applicabilità dei criteri ermeneutici di cui agli artt. 1362 cod. civ. ss. agli statuti continui ad essere quanto mai attuale. Ed infatti, nelle motivazioni di molte sentenze è possibile rinvenire come - pur a fronte di premesse volte ad affermare il primato dei criteri oggettivi di interpretazione delle

⁽⁶⁾ SCORZA, *Gli statuti degli enti a tipo associativo, con particolare riguardo alle società di commercio*, in *Foro it.*, 1934.

⁽⁷⁾ Sul punto, si fa riferimento a IBBA, *L'interpretazione degli statuti societari fra criteri oggettivi e criteri soggettivi*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, I, p. 529, il quale ipotizza per gli statuti «una sorta di "disapplicazione per incompatibilità" dei criteri d'interpretazione soggettiva» previsti per i contratti dagli artt. 1362 cod. civ. ss.

⁽⁸⁾ *Ex multis*, ANGELICI, *Appunti sull'interpretazione degli statuti di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, p. 797.

⁽⁹⁾ Su tutte, Cass. 16 giugno 2011, n. 13234 e Cass. 10 dicembre 1996, n. 10970.

⁽¹⁰⁾ Si tratta di quelle clausole statutarie che, in deroga alle disposizioni codicistiche o statutarie in tema di *quorum* costitutivi e deliberativi, prevedono per le delibere su determinate materie maggioranze rafforzate a tutela delle minoranze, sottraendo - in sostanza - al socio di maggioranza il potere di deliberare in tali materie senza il voto favorevole della minoranza.

⁽¹¹⁾ Cfr. Cass. 14 marzo 2016, n. 4967, con note di STELLA RICHTER jr, *Può una norma statutaria riferirsi a se stessa?*, in *Corr. giur.*, 2016, VII, p. 964 ss e di DE LUCA, NAPOLITANO, *Maggioranze rafforzate e principio di "autoprotezione"*. Note sull'interpretazione degli statuti secondo comune intenzione e buona fede, in *Società*, 2016, VI, p. 683 ss.

⁽¹²⁾ Cfr. da ultima Cass., 22 ottobre 2014, n. 22343.

clausole statutarie - sia spesso «proprio la ricerca della volontà delle “parti”, intesa come volontà effettiva e storica, ad avere un ruolo centrale nelle decisioni giudiziali»⁽¹³⁾.

L’incertezza dell’*output* del processo interpretativo dei giudici di merito giustifica, pertanto, l’interesse espresso dagli operatori economici per la previsione negli statuti di clausole quali quella in commento, cui sono dedicate alcune brevi riflessioni nelle pagine che seguono.

3. Le clausole c.d. di interpretazione autentica: l’interpretazione dei contratti

Le sintetiche note che accompagnano la massima in commento sottendono quale premessa implicita la validità⁽¹⁴⁾, in ambito contrattuale, delle clausole c.d. “di interpretazione autentica”, ossia di quelle disposizioni negoziali che impongono all’interprete di prescindere - nell’attività di interpretazione del contratto - dall’indagine sulla comune intenzione delle parti. Nella riflessione scientifica, tuttavia, l’argomento ha condotto a risultati non univoci sicché risulta utile, ai fini di queste brevi riflessioni, ripercorrere sinteticamente i fondamentali argomenti sostenuti dai diversi orientamenti, così da trarne spunti utili con riferimento all’affine ma differente contesto degli statuti delle società di capitali.

Al riguardo, un primo orientamento ritiene che le clausole di interpretazione autentica siano da considerarsi radicalmente invalide⁽¹⁵⁾, individuando negli artt. 1362 e 1363 cod. civ. «norme inderogabili dalla volontà privata». La ricerca della comune intenzione delle parti sarebbe, infatti, un principio estraneo alla «libera disposizione delle parti, perché riguarda materia di interesse pubblico», anche in considerazione del fatto che ha per oggetto «l’attività, e più ancora una determinazione di volontà del giudice»⁽¹⁶⁾.

Una diversa dottrina ne afferma, viceversa, la piena efficacia, valorizzando la circostanza che «riconoscendone la validità non si disapplica ma proprio si applica l’art. 1362 cod. civ. che vuole efficace la volontà delle parti». In altri termini, tale orientamento individua l’intento comune delle parti proprio nella volontà di vincolare l’interpretazione del contratto «al tenore letterale delle espressioni usate», mediante la formulazione di specifiche clausole appositamente ideate e sottoscritte⁽¹⁷⁾.

In termini più recenti, un autorevole autore, aderendo alla tesi dell’invalidità, con specifico riferimento ai contratti c.d. “alieni” ha efficacemente distinto le ipotesi in cui tale clausola vincola nell’interpretazione il giudice, la cui attività «è materia di interesse pubblico», da quelle in cui si rivolge ad un arbitro: solo nel secondo caso, in

⁽¹³⁾ MARCHETTI, *L’interpretazione degli statuti societari: la giurisprudenza italiana nel quadro del diritto comparato*, cit., p. 840, ove si ritrova una completa analisi della giurisprudenza di merito sul tema.

⁽¹⁴⁾ Il riferimento operato è a GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2007, p. 1077.

⁽¹⁵⁾ CARNELUTTI, *L’interpretazione dei contratti e il ricorso in cassazione*, in *Riv. dir. comm.*, fasc. 1, 1992, p. 151 ss.

⁽¹⁶⁾ GRASSETTI, *Intorno al principio di gerarchia delle norme di interpretazione*, in *Foro. it.*, fasc. 1, 1941, c. 512 ss.

⁽¹⁷⁾ OPPO, *Profili dell’interpretazione oggettiva del negozio giuridico*, Cedam, 1943, p. 88 ss. Nello stesso senso, più recentemente, CAPOBIANCO, *L’interpretazione*, in *Trattato del contratto*, diretto da Roppo, Giuffrè, 2006, II, p. 299 ss, per il quale l’esistenza di una disciplina legislativa circa l’interpretazione dei contratti «non implica che alle parti sia precluso fissare clausole “di interpretazione letterale” con le quali stabiliscano preventivamente regole convenzionali di interpretazione del contratto anche in deroga alle regole legali».

considerazione del fatto che l'arbitrato è fondato sull'autonomia delle parti, tali clausole dovrebbero essere considerate valide, mentre non lo sarebbero nel primo⁽¹⁸⁾.

Un discorso a parte riguarda, invece, la diffusa prassi di inserire un elenco di definizioni in esordio al testo contrattuale, così da vincolare l'interprete - nell'assegnare un significato a tali parole nell'ambito del contratto oggetto di interpretazione - alla definizione che ne viene fornita dalle parti stesse. In tal caso, le parti non impongono all'interprete un vero e proprio canone ermeneutico per l'interpretazione del negozio nel suo complesso, quanto piuttosto si accordano sulla circostanza che determinate parole non possano che assumere il significato già contrattualmente attribuito. Detto altrimenti, con l'utilizzo di norme definitorie la comune intenzione delle parti si concretizza, in definitiva, nella sottrazione all'interprete dell'attività di indagine sul significato di tali parole, le quali non potranno che assumere unicamente quel determinato senso già convenzionalmente esplicitato⁽¹⁹⁾. Al riguardo, anche quella dottrina che propende per l'invalidità delle clausole di interpretazione autentica riconosce piena validità alle clausole definitorie, in considerazione dell'assunto per cui le parti, «così come possono qualificare elementi fattuali rilevanti ai fini della qualificazione, ma non qualificare il contratto in modo vincolante per il giudice, possono sottoporre al giudice elementi fattuali preinterpretati, tramite le premesse e le definizioni, ma non possono imporre al giudice i criteri per l'interpretazione complessiva del contratto»⁽²⁰⁾.

4. Segue: le clausole di interpretazione autentica in ambito statutario

Ricostruiti, seppur in termini sintetici, i diversi approdi della dottrina in merito alla possibilità di inserire nei contratti clausole definitorie e - con specifico riferimento a quanto maggiormente interessa in questa sede - clausole di interpretazione autentica, occorre ora considerare se le soluzioni offerte da tali ricostruzioni dottrinali in ambito contrattuale siano o meno applicabili *de plano* agli statuti. Più nel dettaglio, si dovrà indagare se gli argomenti sostenuti da chi protende per l'invalidità di tali clausole in ambito contrattuale - in particolare, quello per cui le parti non potrebbero «escludere il valore della loro comune intenzione», costituendo l'art. 1362 cod. civ. norma inderogabile⁽²¹⁾ - siano riproponibili nel contesto degli statuti, in considerazione della loro funzione, del regime, in particolare pubblicitario, che li caratterizza e, più in generale, delle caratteristiche proprie delle società di capitali.

In primo luogo, nella redazione del testo dello statuto risulta piuttosto difficile identificare effettivamente una comune intenzione delle parti. Tale momento, oltre a risalire spesso ad un frangente temporale di gran lunga antecedente al momento di cui si discute della corretta interpretazione (ma ciò può accadere anche per i contratti), può riguardare - e,

⁽¹⁸⁾ DE NOVA, «*The law which governs this agreement is the law of the Republic of Italy*»: il contratto alieno, in *Dir. comm. internaz.*, fasc. 1, 2007, p. 3 ss. Per contratti c.d. "alieni" si fa riferimento a quei contratti che, a prescindere dalla loro tipicità o atipicità, «sono pensati, costruiti, scritti in funzione del diritto statunitense, ed ignorano il diritto italiano, anche quando esso prevede norme potenzialmente applicabili».

⁽¹⁹⁾ Nelle parole di SACCO., Sub. Art. 1362 cod. civ., in *Commentario al Codice Civile*, a cura di Cendon, Giuffrè, 2008, II, p. 240 ss., «nei limiti in cui i contraenti beneficiano della libertà di linguaggio, in quei limiti i contraenti possono condizionare l'interpretazione del negozio».

⁽²⁰⁾ DE NOVA, «*The law which governs this agreement is the law of the Republic of Italy*»: il contratto alieno, cit., p. 3 ss.

⁽²¹⁾ GRASSETTI, *Intorno al principio di gerarchia delle norme di interpretazione*, cit., c. 512 ss.

nelle società di capitali, tendenzialmente riguarda - soggetti in parte o persino del tutto differenti dalla compagine sociale che ha costituito la società⁽²²⁾. Talvolta, inoltre, è per definizione impossibile rinvenire una “comune” intenzione delle parti: è il caso delle società unipersonali, ove l’ente viene costituito per atto unilaterale.

Analoghe considerazioni si possono svolgere anche con riferimento al comportamento complessivo dei soci in seguito alla costituzione della società e, in particolare, al tenore dei patti e degli usi parasociali che sono intercorsi nel tempo. Anche in tal caso, la naturale mutevolezza della compagine sociale e la modificabilità a maggioranza degli statuti⁽²³⁾ rende arduamente individuabile una vera e propria comune volontà, senza considerare che potrebbe risultare alquanto iniquo un esito ermeneutico condizionato da una prassi o da un patto intercorrente tra due o più soci e sfavorevole per un socio che sia terzo rispetto a tale prassi o accordo, ovvero che sia finanche divenuto socio in epoca successiva.

Tali caratteristiche proprie degli enti corporativi sembrerebbero comportare, pertanto, l’impossibilità di individuare negli statuti una effettiva “comune intenzione” dei soci, con la conseguente inapplicabilità dell’art. 1362 cod. civ., ovvero della norma che la dottrina che propende per l’invalidità in ambito contrattuale delle clausole di interpretazione autentica eleva a norma inderogabile. Detto altrimenti, sarebbe arduo considerare inderogabile in ambito statutario una norma che impone la ricerca di una comune volontà tra i soci quando la stessa non è tendenzialmente identificabile.

In secondo luogo, la funzione normativa e organizzativa⁽²⁴⁾ degli statuti fa propendere per la tendenziale irrilevanza - ove la stessa sia individuabile - di una comune volontà dei soci nel momento della redazione delle clausole statutarie e, a maggior ragione, nella successiva operatività dell’ente: ed infatti, se la funzione delle disposizioni statutarie è quella di regolare i rapporti tra i soci - e tra gli stessi e gli organi sociali - non può che essere l’interpretazione oggettiva delle stesse a dettare il comportamento delle parti da considerarsi legittimo, e non viceversa. Altrimenti, si potrebbe giungere all’esito paradossale per cui un comportamento illegittimo da parte di un socio, tollerato per i motivi più vari da parte di un altro socio, potrebbe perfino “correggere” un precetto contenuto nello statuto, auto-conferendo legittimità al comportamento stesso. Viceversa, considerato che «i canoni di interpretazione» sono, a loro volta, «regole giuridiche di condotta che hanno come destinatari gli stessi contraenti»⁽²⁵⁾, pare più ragionevole ritenere che siano le stesse a dover conformare il comportamento dei soci e degli organi sociali, nei limiti della clausola generale di buona fede: risulta, pertanto, confermata l’assenza di alcuna preclusione alla validità delle clausole statutarie di interpretazione

⁽²²⁾ Per una sintesi, sul punto, si veda MARCHETTI, *L’interpretazione degli statuti societari: la giurisprudenza italiana nel quadro del diritto comparato*, cit., p. 838.

⁽²³⁾ Cfr. DE LUCA, NAPOLITANO, *Maggioranze rafforzate e principio di “autoprotezione”*. Note sull’interpretazione degli statuti secondo comune intenzione e buona fede, cit., p. 688.

⁽²⁴⁾ In termini generali, si veda ANGELICI, *Le basi contrattuali delle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, I, 2004, p. 155 ss. e ANGELICI, *Appunti sull’interpretazione degli statuti di società per azioni*, p. 812, ove l’autore sostiene che «nell’ipotesi di divergenza tra il significato “individuale” e quello “sociale” delle espressioni usate nello statuto si debba far riferimento al secondo».

⁽²⁵⁾ PEDERZINI., *Variazioni sul tema di modifica delle “clausole di salvaguardia” e interpretazione degli statuti di società*, in *Giur. comm.*, 2017, p. 546 ss., ove si rinviene che «anche la disciplina dell’interpretazione riguarda il momento esecutivo del rapporto negoziale».

autentica, che escludano l'utilizzabilità di patti o usi parasociali nell'attività ermeneutica degli statuti delle società di capitali.

Da ultimo, un ulteriore argomento di natura sistematica che fa protendere per la piena validità - in ambito societario - delle clausole di interpretazione autentica si rinviene nel particolare regime di pubblicità che caratterizza gli statuti, che comporta l'opponibilità *erga omnes* delle relative disposizioni ⁽²⁶⁾. La primaria necessità di tutelare l'affidamento riposto dalla generalità dei terzi ⁽²⁷⁾, possibili finanziatori o soci, sul tenore del testo depositato al Registro delle Imprese si pone quale principio quantomeno paritetico rispetto al precetto di cui all'art. 1362 cod. civ. e, per quanto sinora esplicito, fa definitivamente propendere per la validità di clausole come quella in oggetto, che producono altresì l'effetto di tutelare tale affidamento.

5. Considerazioni e conclusioni

In conclusione, non paiono riproponibili in ambito statutario quegli argomenti che, con riferimento ai contratti, hanno spinto parte della dottrina a ritenere invalide le clausole di interpretazione autentica, le quali potranno essere pertanto considerate valide ed efficaci, nei limiti in cui non derogano a principi di ordine pubblico - quale, su tutti, la buona fede - ovvero non tendano «a introdurre il richiamo a dati extra-statutari non conoscibili dai terzi» ⁽²⁸⁾.

Tanto premesso, pare ragionevole la soluzione fornita dal Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato con l'orientamento in commento. La clausola statutaria proposta, infatti, in definitiva vincola l'interprete a quanto «attualmente» ed «oggettivamente» ⁽²⁹⁾ risulta delle clausole per il significato che delle stesse - interpretate sistematicamente le une per mezzo delle altre - potrebbe fornire un osservatore esterno calato nello stesso contesto, in linea con quanto costantemente affermato in tema di

⁽²⁶⁾ OPPO, *Profili dell'interpretazione oggettiva del negozio giuridico*, cit., p. 88 ss., il quale afferma che vi sono casi in cui «l'interpretazione oggettiva del negozio rispetto al terzo (di buona fede) si impone come l'unica rispondente al sistema della legge» e fra di essi rientrano «le dichiarazioni iscritte nel registro delle imprese, per le quali non sembra ammissibile che il dichiarante, che non può opporre al terzo la volontà non iscritta nel registro, possa opporgli l'intenzione di dare alla dichiarazione un senso diverso da quello che essa ha oggettivamente».

⁽²⁷⁾ IBBA, *L'interpretazione degli statuti societari fra criteri oggettivi e criteri soggettivi*, cit., p. 537, il quale afferma che «la tutela dei terzi - quando c'è un problema di tutela dei terzi - può e deve avvenire dall'inopponibilità dei significati statutari da essi non percepibili»; più in generale, cfr. MARCHETTI, *L'interpretazione degli statuti societari: la giurisprudenza italiana nel quadro del diritto comparato*, cit., p. 838, ove l'autore valorizza la «necessità di tutelare la certezza dell'ambiente in cui la società opera, e dunque, in definitiva, del mercato».

⁽²⁸⁾ IBBA, *L'interpretazione degli statuti societari fra criteri oggettivi e criteri soggettivi*, cit., p. 538.

⁽²⁹⁾ I due avverbi si riferiscono a quanto sostenuto in tema di prevalenza dei criteri di interpretazione oggettiva in materia statutaria da ANGELICI, *Appunti sull'interpretazione degli statuti di società per azioni*, cit., p. 811, ove si ritrova che «la ricerca in più modi perseguita di canoni "oggettivi" per tale interpretazione si spiega essenzialmente come un riflesso della oggettività stessa dell'organizzazione societaria: la constatazione in particolare che il suo valore giuridico, i problemi cioè che essa pone per l'ordinamento, non può essere individuato semplicemente ricercando una "comune intenzione" dei contraenti che in un dato momento storico l'hanno costituita. Oggetto di valutazione, ed allora pure di interpretazione, è essenzialmente l'assetto organizzativo societario quale attualmente ed oggettivamente risulta».

interpretazione degli statuti delle società di capitali dalla dottrina e dalla giurisprudenza di legittimità e, tuttavia, spesso disatteso nelle decisioni di merito.

*Commento all'Orientamento numero 5 del 2016 della Commissione del Consiglio
notarile di Roma*

AZIONI REDIMIBILI

EDOARDO COSSU

L'ORIENTAMENTO ⁽¹⁾

La Massima

È possibile emettere azioni speciali (cc.dd. puttable redeemable shares “prs”) aventi ad oggetto il diritto potestativo di ottenere da parte di altri soci l'acquisto delle azioni medesime ad un prezzo garantito, da esercitarsi entro un certo termine. La relativa posizione passiva incombe sui titolari di azioni ordinarie, e non sulla società, al fine di non eludere la normativa in tema di riduzione del capitale (art. 2445 c.c.) ovvero il divieto di distribuzione di utili fittizi (art. 2433 c.c.).

Non è necessario che il valore di acquisto da parte degli altri soci segua i criteri di valutazione stabiliti per il recesso ex art. 2437-ter c.c., potendo essere stabilito secondo canoni diversi, i quali anche se non determinati devono essere determinabili ex ante, ad esempio, in misura pari al prezzo originario delle azioni, maggiorato di un interesse e decurtato dei dividendi distribuiti, o anche ad un prezzo percentualmente inferiore, al fine di stabilire un floor per l'investitore.

La Motivazione

Una tale clausola statutaria è valida, ai sensi degli artt. 1322 e 2348, comma 2, c.c., e non viola il divieto del patto leonino sancito dall'art. 2265 c.c., purché realizzi una funzione meritevole di tutela, quale, ad esempio, il sostegno nella fase di start-up, ovvero la ricerca di una soluzione stragiudiziale per la ristrutturazione e il risanamento dell'impresa in crisi. Per assicurare che la clausola sia collegata al perseguimento dei suddetti scopi, è opportuno che lo statuto preveda l'automatica conversione delle azioni “prs” in azioni ordinarie nel caso di alienazione delle stesse da parte del soggetto finanziatore, ovvero il diritto di gradimento in capo agli altri soci in caso di alienazione a soggetti diversi entro un certo termine (con conservazione del diritto).

Il limite della legittimità di tali operazioni – consistente nell'esclusione assoluta e costante (parziale o totale) dal rischio d'impresa – risulta assicurato dal mantenimento,

⁽¹⁾ Orientamento apparso, con motivazione, in *Riv. not.*, 2016, p. 766-767.

in capo al socio finanziatore (venture capital), dell'interesse ad un esercizio corretto ed avveduto dei poteri amministrativi, in quanto la fuoriuscita dal consesso sociale sarà valutata non secondo una mera volontà, bensì secondo un calcolo dell'utilità economica, a sua volta dipendente dall'andamento della società: se essa produrrà utili maggiori di quelli che egli trarrebbe dai criteri di liquidazione fissati per la vendita delle proprie azioni speciali, sarebbe indotto a rimanere nella compagine sociale ovvero a non valersi del proprio diritto di opzione e di vendere a terzi, potendo ricavare una miglior remunerazione del proprio investimento.

IL COMMENTO

Sommario: 1. Introduzione - 2. Le azioni redimibili nel contesto notarile - 3. Azioni riscattande e patto leonino: alcune considerazioni - 4 Conclusioni.

1. Introduzione

Nell'ambito del processo di contrattualizzazione del diritto societario avviato dalla riforma Vietti⁽²⁾, il legislatore ha introdotto, superando i dubbi manifestati dalla giurisprudenza⁽³⁾, lo strumento delle *azioni riscattabili* nell'art. 2437-sexies cod. civ., ai sensi del quale “*Le disposizioni degli articoli 2437-ter e 2437-quater si applicano, in quanto compatibili, alle azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci. Resta salva in tal caso l'applicazione della disciplina degli articoli 2357 e 2357-bis*”.

Tale disposizione, attuando l'art. 39 della seconda direttiva in materia societaria (Direttiva 77/91/CEE), ha ammesso la possibilità di inserire nello statuto una clausola che riconosca alla società o ai soci il *potere*⁽⁴⁾ di riscattare le azioni altrui (c.d. diritto di *call*), nel rispetto degli articoli 2437-ter (*Criteri di determinazione del valore delle azioni*) e 2437-quater cod. civ. (*Procedimento di liquidazione*)⁽⁵⁾. Le azioni riscattabili, quindi, svolgerebbero

⁽²⁾ Si v. *ex multis* DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *NLCC*, 2006, II, p. 386. Il Consiglio Notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato ha altresì evidenziato la crescente “*statutarizzazione*” degli accordi tra i soci nella prassi societaria: CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA PRATO, *Massima n. 67/2018, Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino, Orientamento*, p. 1.

⁽³⁾ *Cfr.* Trib. Milano, 17 aprile 1982 (decr.), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1983, II, pp. 397 ss.

⁽⁴⁾ Sulla distinzione tra *potere* e *obbligo* di riscatto si v. CALVOSA, *Sub Art. 2437-sexies cod. civ.*, in *Le società per azioni*, diretto da Abbadessa – Portale, 2016, tomo II, pp. 2560 ss.

⁽⁵⁾ Si tenga conto che, nonostante l'art. 39 della Direttiva 77/91/CEE imponesse che lo statuto, o l'atto costitutivo, stabilisca le *condizioni* e le *modalità* del riscatto, il legislatore italiano non ha recepito tale obbligo. Tuttavia, autorevole dottrina ha affermato che il riscatto attribuito liberamente dallo statuto sarebbe privo di una causa di giustificazione, venendo meno la legittimazione all'esercizio. *Cfr.* DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, p. 396. In particolare, la *Massima n. 99* del Consiglio Notarile di Milano prevede che “*Le azioni riscattabili possono essere invece previste con delibera assembleare adottata con le maggioranze normalmente richieste per le modificazioni dello statuto qualora:*

-sia consentito (e non imposto) ai soci di trasformare le loro azioni in azioni riscattabili ovvero -si tratti di aumento di capitale a pagamento con emissione di nuove azioni riscattabili, ovvero
-la riscattabilità sia prevista quale condizione in cui qualsiasi azione può incorrere al verificarsi di particolari situazioni e

una funzione volta a (i) sanzionare i comportamenti scorretti dei titolari di tali azioni, soggetti al potere di acquisto forzoso spettante alla società e ai soci⁽⁶⁾, ovvero (ii), con riferimento alle società quotate, perseguire altri scopi meritevoli di tutela, quali il sostegno della quotazione del titolo o la difesa della società da acquisizioni ostili⁽⁷⁾.

Distinte dalle azioni riscattabili sono le *azioni redimibili* (o *riscattande*), costituenti una categoria di azioni “atipica”⁽⁸⁾, ritenute ammissibili in quanto, nonostante il silenzio del legislatore, “non può desumersi, sulla scorta del solo argomento a contrario, un divieto implicito di creazione di quest’ultima tipologia di azioni riscattabili”⁽⁹⁾.

In particolare, si tratta di azioni in cui si verifica un rovesciamento delle posizioni giuridiche soggettive rispetto alle azioni riscattabili, in quanto “è il titolare delle azioni a rivestire una posizione giuridica attiva (di potere o di diritto) tale da (poter) obbligare la società o gli altri soci a riscattare le proprie azioni e a farsi, dunque, rimborsare il relativo valore di liquidazione. In sostanza, il socio vanterebbe un diritto di *put* nei confronti della società o degli altri soci”⁽¹⁰⁾. La *ratio* di tale categoria di azioni si riscontrerebbe, quindi, nell’attribuire a determinati soci, nell’ambito di operazioni di finanziamento tramite la diretta partecipazione al capitale di rischio della società (c.d. “finanziamenti in forma partecipativa”), un diritto di *exit*⁽¹¹⁾ al verificarsi di determinate

-al momento dell’inserimento nessuno degli azionisti si trovi in tali situazioni (ad esempio, qualora sia previsto che il riscatto possa operare in caso di superamento di una determinata soglia di possesso azionaria, e nessuno degli azionisti possieda, al momento dell’inserimento, quella quota)”.

⁽⁶⁾ SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili”*, in *Società, banche e crisi d’impresa, Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da Campobasso – Cariello – Di Cataldo – Guertera – Sciarrone Alibrandi, 2014, p. 639. Si v. anche l’ordinanza del Tribunale di Perugia, in cui il giudice ha affermato che “la riscattabilità delle azioni in presenza di particolari situazioni costituisce una norma eccezionale, lato sensu sanzionatoria (risolvendosi in un sostanziale esproprio della partecipazione azionaria del socio) e come tale deve essere di stretta interpretazione, nel senso che il riscatto non può che conseguire a condotte tipiche e prestabilite in maniera chiara, non ad ogni violazione dello statuto o ad un qualsiasi e non qualificato inadempimento del contratto sociale”. Cfr. Trib. Perugia, 17 luglio 2015 (ord.), in *Giur. Comm.*, 2016, 6, pp. 1235 ss.

⁽⁷⁾ CALVOSA, *Sub Art. 2437-sexies cod. civ.*, p. 2572; TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. Soc.*, 2007, p. 995.

⁽⁸⁾ Secondo un orientamento, l’utilizzo delle azioni riscattabili e delle *partecipazioni a tempo* farebbe emergere una tendenza “ad una significativa “destrutturazione” dei diritti patrimoniali associati tradizionalmente alla posizione di socio”: cfr. LAMANDINI, *Nuovi orientamenti su strumenti finanziari partecipativi irredimibili e incidenza delle perdite*, in *Le Società*, 4, 2018, 476.

⁽⁹⁾ CALVOSA, *L’emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, 1-3, pp. 195 ss. Sostanzialmente conforme VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, 2013, p. 107. Tuttavia, secondo una dottrina minoritaria nel nostro ordinamento sarebbero ammissibili solo le azioni riscattabili, in quanto l’art. 2437-sexies cod. civ. ammetterebbe solo il riscatto con funzione sanzionatoria. Si v. PATRIARCA, *C’è un futuro per le azioni con prestazioni accessorie?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 340.

⁽¹⁰⁾ VITALI, *Le azioni riscattabili*, p. 99. Per completezza, si precisa che altri casi di diritti di *put* a favore dei soci si possono riscontrare nell’ambito (i) delle clausole di mero gradimento (art. 2355-bis, comma 2 cod. civ.), (ii) della fusione per incorporazione di società possedute al 90% (art. 2505-bis cod. civ.), (iii) della scissione non proporzionale (art. 2506-bis, comma 4 cod. civ.), (iv) del *sell-out* (art. 108 del t.u.f.). Sul punto si v. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, p. 640.

⁽¹¹⁾ Santagata ha altresì affermato che le azioni redimibili si possono considerare come uno strumento “atipico” di recesso *ad nutum* in conformità all’art. 2437, comma 4 cod. civ., applicabile limitatamente alle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, p. 640; CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA PRATO, *Massima n. 67/2018, Azioni riscattande*, p. 5.

condizioni⁽¹²⁾, ottenendo il rimborso del valore di liquidazione delle azioni.

Alla luce di quanto precede, l'ammissibilità delle azioni redimibili è stata affermata anche dalla Commissione del Consiglio Notarile di Roma, nella Massima n. 5/2016 (la "Massima 5/2016"), in cui si evidenzia la conformità di tale categoria di azioni con gli articoli 1322, comma 2, e 2348, comma 2 cod. civ.

Sul punto, però, è recentemente intervenuta la Commissione del Consiglio Notarile dei distretti riuniti di Firenze Pistoia Prato, Massima n. 67/2018 (la "Massima 67/2018"), la quale, ammettendo la validità delle azioni redimibili, ha messo in risalto ulteriori elementi rispetto alla Massima 5/2016.

2. Le azioni redimibili nel contesto notarile

La Massima 5/2016 ammette la validità delle azioni redimibili con particolare riferimento al caso in cui i soggetti passivi siano i soci. In tal caso, il valore di acquisto delle azioni può essere valutato secondo criteri differenti rispetto a quanto disposto dall'art. 2437-ter cod. civ., accogliendo l'orientamento⁽¹³⁾ secondo cui l'art. 2437-sexies non si applicherebbe in via analogica alle azioni riscattande, purché tali criteri siano determinati *ex ante*.

La Massima 5/2016 indica, quindi, come criterio di valutazione ai fini del riscatto, a titolo di esempio, il "*prezzo originario delle azioni, maggiorato di un interesse e decurtato dei dividendi distribuiti, o anche ad un prezzo percentualmente inferiore, al fine di stabilire un floor per l'investitore*". In questo modo, tale Massima mira a garantire l'esercizio corretto del diritto di *put* sulla base non della mera volontà del socio finanziatore, ma del "*calcolo dell'utilità economica a sua volta dipendente dall'andamento della società*"⁽¹⁴⁾.

Tale tesi è stata, altresì, ripresa dalla Massima 67/2018, la quale ha affermato che, ai fini della legittimità della clausola, "*in caso di prezzo predeterminato a priori in una misura fissa, pari o superiore al prezzo di acquisto, la validità della previsione statutaria presuppone che il diritto al riscatto sia subordinato al verificarsi di condizioni non meramente potestative*"⁽¹⁵⁾.

⁽¹²⁾ SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, p. 641; CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA PRATO, Massima n. 67/2018, *Azioni riscattande*, pp. 2 ss. In particolare, il Consiglio Notarile ha annoverato, tra le condizioni che possono far scattare il diritto di *put*, (i) il mancato raggiungimento di determinati obiettivi, (ii) l'entrata o l'uscita di certi soggetti dalla compagine sociale, (iii) l'ammissione a quotazione o il *de-listing*.

⁽¹³⁾ VITALI, *Le azioni riscattabili*, p. 107.

⁽¹⁴⁾ Cfr. Massima n. 5/2016, *Motivazione*. Si precisa altresì che, secondo il Consiglio Notarile di Milano "*tenuto conto di quanto prevede l'art. 2437, ultimo comma - non possano essere statutariamente previsti criteri di liquidazione dell'azione, in caso di riscatto, idonei a determinare l'attribuzione di valori significativamente inferiori a quelli derivanti dall'applicazione delle regole legali in tema di recesso*" (cfr. Massima n. 99).

⁽¹⁵⁾ Il Consiglio Notarile dei distretti riuniti di Firenze Pistoia Prato ha altresì evidenziato che "*per le azioni riscattande, quindi, è ben possibile prevedere che in occasione dell'esercizio del diritto di vendita: i) scattino meccanismi di fissazione del prezzo peggiorativi rispetto alla valorizzazione di mercato ed ai criteri di liquidazione applicabili in caso di recesso legale, che ad esempio prevedano sconti o parametri vari di penalizzazione; ii) si applichino criteri di determinazione del prezzo alternativi rispetto a quelli costituenti le best practices; iii) si prevedano condizioni di pagamento non contestuali, dilazionate nel tempo; iv) si fissino ulteriori modalità e termini rimessi puramente all'autonomia delle parti*": cfr.

Ciò posto, la Massima 5/2016 esclude la società quale soggetto passivo nell'ambito del riscatto, “*al fine di non eludere la normativa in tema di riduzione del capitale (art. 2445 c.c.) ovvero il divieto di distribuzione di utili fittizi (art. 2433 c.c.)*”. Tale orientamento si ritiene corretto per quanto riguarda i rischi che potrebbero derivare dall'obbligo di acquisto nei confronti della società ma eccessivamente rigoroso, in quanto svilirebbe il fine economico e sociale di tale strumento.

A tal riguardo, già un risalente orientamento⁽¹⁶⁾ aveva ritenuto ammissibile l'obbligo di riscatto in capo alla società, purché quest'ultimo acquistasse le azioni riscattande nel rispetto della disciplina prevista dall'art. 2357 cod. civ. (autorizzazione dell'assemblea, impiego di utili distribuibili e riserve disponibili risultanti dal bilancio, intero versamento delle quote).

Sul punto, la Massima 67/2018 sembrerebbe maggiormente allineata alle caratteristiche del sistema economico – giuridico attuale, ammettendo l'obbligo di acquisto in capo alla società qualora siano rispettati i parametri previsti dall'art. 2357 cod. civ. quale “*soglia di equilibrio patrimoniale*”⁽¹⁷⁾.

3. Azioni riscattande e patto leonino: alcune considerazioni

Le azioni riscattande assumono particolare rilievo con riferimento al divieto del patto leonino di cui all'art. 2265 cod. civ., in quanto il socio finanziatore, titolare del diritto di *put*, potrebbe vendere la propria partecipazione ad un prezzo predefinito a prescindere dal valore reale delle azioni, senza partecipare ai risultati (attivi e passivi) della società. Come noto, il patto leonino mira a evitare la deresponsabilizzazione del socio che partecipa alla gestione della società senza sopportare alcun rischio economico, assumendo un atteggiamento di sostanziale indifferenza rispetto all'andamento della società⁽¹⁸⁾.

La giurisprudenza⁽¹⁹⁾ e la dottrina⁽²⁰⁾ hanno ritenuto ammissibile le opzioni di vendita qualora non riguardassero l'intera partecipazione detenuta dall'opzionario ovvero fossero

CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA PRATO, Massima n. 67/2018, *Azioni riscattande*, pp. 6-7.

⁽¹⁶⁾ PRESTI, *Le clausole di riscatto nelle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1983, II, p. 411; CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1983, II, pp. 515-516; GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, p. 148.

⁽¹⁷⁾ CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA PRATO, Massima n. 67/2018, *Azioni riscattande*, p. 6.

⁽¹⁸⁾ Cfr. TORSELLO, *Partecipazione a scopo di finanziamento e patto leonino parasociale*, in *Cont. e imp.*, 2000, pp. 904-905; SANTAGATA, *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento e divieto del patto leonino*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, p. 753; DELFINI, *Opzioni put con prezzo determinato “a consuntivo”, arbitraggio della parte e nullità*, in *Giur. Comm.*, 2012, II, pp. 743-744; PENZO, *Opzione di vendita a prezzo fisso e divieto di patto leonino: una convivenza possibile*, in *Le Società*, 2, p. 148.

⁽¹⁹⁾ Cass. civ., sez. I, sentenza del 29 ottobre 1994, n. 8927, *Giur. comm.*, 1995, II, p. 478.; Cass, sez. II, sentenza n. 642 del 21 gennaio 2000; Trib. Milano, sentenza del 3 luglio 2012.

⁽²⁰⁾ Cfr. SORACE, *Opzioni put e divieto del patto leonino*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2013, I, pp. 91-92. Per completezza, si precisa che secondo un orientamento i *trigger events* inseriti negli accordi di investimento potrebbero essere: cambio di controllo, stallo decisionale, forza maggiore, superamento di certe soglie del capitale sociale, inadempimento di obbligazioni parasociali, fallimento o soggezione a altra procedura concorsuale o mero stato di crisi o insolvenza: cfr. DI BITONTO, *Opzioni “put” parasociali su azioni: profili di (in)validità*, in *Le Società*, 2016, 3, p. 294.

condizionate al verificarsi di determinati eventi o, ancora, che potessero essere esercitate solo in un limitato arco temporale prestabilito.

In tale contesto, la Massima 5/2016 ha affermato, conformemente agli orientamenti sopra richiamati, che le azioni riscattande non violino il divieto del patto leonino, con riferimento al caso in cui siano i soci i soggetti obbligati, “*purché realizzi una funzione meritevole di tutela, quale, ad esempio, il sostegno nella fase di start-up, ovvero la ricerca di una soluzione stragiudiziale per la ristrutturazione e il risanamento dell’impresa in crisi*”. A tal fine, la Massima 5/2016 prevede due meccanismi: (i) l’automatica conversione delle azioni redimibili in azioni ordinarie, nel caso di alienazione da parte del socio finanziatore, ovvero (ii) il diritto di gradimento a favore degli altri soci nel caso di alienazione delle azioni riscattande a soggetti diversi entro un certo termine ⁽²¹⁾.

Tale orientamento è stato ripreso dalla Massima 67/2018, la quale ha ulteriormente precisato che “*i) la previsione di una condizione, intesa in senso tecnico come elemento futuro ed incerto non dipendente né controllabile dalla volontà di una delle parti interessate, sgancia totalmente dalla dimensione “leonina” la categoria, in quanto espone il titolare ad una variabile esogena che influisce sul quantum ricavabile dalla vendita; ii) la non proporzionalità del prezzo di vendita rispetto alla percentuale di capitale sociale per il quale si esercita l’opzione, situazione assimilabile a quella precedentemente esposta del prezzo di vendita minimo inferiore in modo sensibile al valore di acquisto, in quanto realizza una sorta di “abbattimento” del valore che genera automaticamente una soggezione al rischio d’impresa ed esclude l’immunizzazione dalle perdite subite dalla società*” ⁽²²⁾.

In aggiunta, le predette Massime hanno trovato riscontro nella recente ordinanza della Corte di Cassazione, n. 17498 del 4 luglio 2018, in cui è stata affermata la meritevolezza, ex art. 1322, comma 2 del cod. civ., delle pattuizioni che prevedono un’opzione *put* a favore di un socio investitore nell’ambito di un’operazione di finanziamento, in quanto consente di reperire risorse “*finalizzate a rafforzare o permettere la realizzazione di un’impresa economica collettiva, diverse dai tradizionali canali di ricorso al credito bancario*” ⁽²³⁾.

4. Conclusioni

La riforma Vietti ha introdotto le azioni riscattabili ex art. 2437-*sexies* cod. civ. nell’ambito della contrattualizzazione del diritto societario, volta a riconoscere a favore dei soci un’autonomia negoziale sempre più ampia. La dottrina ha, quindi, ammesso l’utilizzo delle azioni riscattande, rientranti tra le categorie “atipiche” di azioni, caratterizzate dal fatto che il titolare delle azioni riveste una posizione giuridica attiva, consistente nel diritto di vendere forzosamente le azioni ad altri al verificarsi di determinate condizioni. Pertanto, nell’ambito di operazioni di finanziamento tramite la diretta partecipazione al capitale di rischio della società, viene attribuito ai soci investitori

⁽²¹⁾ Cfr. Massima 5/2016, *Motivazione*.

⁽²²⁾ CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA PRATO, Massima n. 67/2018, *Azioni riscattande*, pp. 8-9.

⁽²³⁾ Cass. civ., sez. I, ordinanza n. 17498 del 4 luglio 2018. Si v. BUSANI, *È valida l’opzione put utile ad attrarre capitale di rischio*, in *Le Società*, 2019, 1, pp. 19 ss.

un diritto di *exit* al verificarsi di determinate condizioni e a un certo prezzo, incentivando l'erogazione di finanziamenti a favore delle società.

In tale contesto si inseriscono la Massima 5/2016 e la Massima 67/2018 le quali, oltre a ribadire la validità di tale categoria di azioni, hanno precisato alcuni aspetti in merito alla determinazione del prezzo nel caso di esercizio del diritto di *put*.

Tuttavia, la Massima 5/2016 risulta più rigorosa rispetto alla Massima 67/2018 in quanto esclude a priori la società quale soggetto passivo, senza illustrare alcun meccanismo che consenta un obbligo di acquisto in capo a quest'ultima a favore del socio finanziatore. Su questo punto, la Massima 67/2018 risulta, invece, più elastica, in quanto ammette la società quale soggetto passivo entro i limiti di cui all'art. 2357 cod. civ., quale principio generale a tutela del patrimonio sociale.

Quest'ultimo orientamento sembrerebbe maggiormente allineato alla recente ordinanza n. 17498 del 4 luglio 2018 della Corte di Cassazione, la quale ha evidenziato l'importanza di incentivare l'utilizzo di strumenti di finanziamento, diversi da quelli tradizionali sempre più difficili da ottenere (*i.e.* il credito bancario), che siano finalizzati a potenziare ed incrementare il valore della società.

Inoltre, la medesima ordinanza ha confermato, in conformità alle predette massime notarili, la meritevolezza di tutela dei finanziamenti in forma partecipativa, escludendo quindi la violazione del divieto del patto leonino di cui all'art. 2265 cod. civ.